KONJUNKTURPROGNOSE

UND

KONJUNKTURPOLITIK

Inauguraldissertation zur Erlangung der Staatswissenschaftlichen Doktorwürde, genehmigt von der Philosophischen Fakultät der Friedrich-Wilhelms-Universität zu Berlin

VON

ALEXANDER GUTFELD

AUS BERLIN

Tag der Promotion: 1. JUNI 1929

Referenten: PROFESSOR MEERWARTH
PROFESSOR HERKNER

1929

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Konjunkturpolitik und Konjunkturprognose.

Von

Alexander Gutfeld.

Inhaltsangabe.

	Seite
I. Teil: Das Konjunkturbarometer des Harvard Economic Service und die Konjunkturpolitik des Bundesreserveamts in den Jahren 1923—1926	1—25
1. Kapitel: Das Konjunkturbarometer. 1.—6. Sein Aufbau. 7. Technik der Prognose. 8.—9. Die Problemstellung.	1— 4
2. Kapitel: Die Konjunkturpolitik	4—25
§ 1. Die Grundlagen. 10.—12. Juristische Grundlagen. 13.—16. Geldmarkttechnische Grundlagen. 17.—18. Wirtschaftliche Richtlinien. 19.—21. Das Indexziffernsystem des Bundesreserveamts.	4— 8
§ 2. Die Bankpolitik 1923—1926. 22.—23. Die Goldfrage. 24.—45. Schilderung der Bankpolitik.	8—23
Exkurs zur Marktpolitik (46.—48.)	24—25
II. Teil: Theoretische Betrachtungen zur Konjunkturprognose	25—31
§ 1. Die logischen Grundlagen der Konjunkturprognose (49.—50)	25—26
§ 2. Konjunkturtheoretische Grundlagen der Konjunkturprognose. 51.—52. Allgemeines. 53.—57. Die Kreislaufursache. 58.—59. Der Ablauf des Zyklus.	26—29
§ 3. Konjunkturprognose „ceteris paribus“ (60.—62.)	29—31

I. Teil:

Das Konjunkturbarometer des Harvard Economic Service und die Bankpolitik des Federal Reserve Board in den Jahren 1923—1926.

1. Kapitel:

Das Konjunkturbarometer.

Sein Aufbau:

1. Das Harvard University Committee on Economic Research gibt seit 1919 einen Wirtschaftsdienst (Economic Service) heraus, der nicht so sehr der wissenschaftlichen Erkenntnis des Konjunkturphänomens, sondern wesentlich dem Geschäftsmann als Führer durch die Gefahren der wechselnden Wirtschaftslagen dienen soll. Einen wesentlichen Teil des Programms des Wirtschaftsdienstes nahm ein Versuch zur Konjunkturprognose ein. Das wichtigste Hilfsmittel der Konjunkturprognose war ein in die Form von Kurven gebrachtes, als „Havardbarometer“ bekannt gewordenes Indexziffernsystem, das die „allgemeine Geschäftslage“, die „General Business Conditions“, darstellt. Zur Ergänzung des Barometers gibt der Wirtschaftsdienst in den „Weekly Letters“ und der vierteljährlich erscheinenden „Review of Economic Statistics“ reichhaltiges Material, wie z. B. Indices der mineralischen und der Fabrikproduktion, ausführliche Berichte über den Geld- und Kapitalmarkt, die Effekten- und Warenbörsen, Einfuhr und Ausfuhr und alle wirtschaftlich wichtigen Vorgänge, auch politischer Natur, im In- und Auslande. Speziell zur Ergänzung des Barometers, der „Index Chart of General Business Conditions“, die nur Monatswerte zeigt, erscheinen seit 1925 „Weekly Index Charts“, die Indices für die in der „Monthly Chart“ dargestellten Wirtschaftskomplexe in einfacherer Form, wert- und gelegentlich mengenmäßig, bringen. Da in dieser Arbeit die Eignung des „Harvardschemas“ zur Konjunkturprognose zur Diskussion steht, wird nur das große „Drei-Kurvenbarometer“ der allgemeinen Wirtschaftslage eingehend behandelt, die Ergänzungsindices aber nur gelegentlich herangezogen.

2. Der Auswahl der Indexzifferreihen des Drei-Kurvenbarometers, kurz also seiner Konstruktion, und den aus dem Ablauf der Kurven gewonnenen Prognosen liegt eine bestimmte Ansicht vom Ablauf eines Konjunkturkreislaufs (business cycle) zugrunde.

Homer B. Vanderblue schildert diesen Kreislauf wie folgt:[1]) Im Konjunkturkreislauf werden 5 Phasen unterschieden: Depression, Erholung, Blüte (Prosperity), Versteifung des Geldmarktes (Financial strain), Krisis. Jede dieser Phasen geht schrittweise in die folgende über und ist durch charakteristische Bewegungen in der Spekulation, im Geschäftsleben und auf den Geldmärkten ausgezeichnet.

Die Depression hat als Vermächtnis der vorhergegangenen Liquidation niedrige Effektenkurse und geringe Spekulationstätigkeit, niedrige Warenpreise, schleppenden Geschäftsgang, sinkende Zinssätze und wachsende Bankreserven. Infolge der Lustlosigkeit der Spekulation und des Geschäftslebens sinkt die Nachfrage nach Kredit, sodaß große Geldmengen sich in den Banken sammeln. Diese Kapitalien suchen einen Ausgang nach dem Effektenmarkt; es werden Aktien und Fonds gekauft, die jetzt ihren tiefsten Kursstand während des Kreislaufes ungefähr erreichen. Müßiges Geld wird also in den Spekulationsmarkt geworfen, und ein Aufschwung der Effektenkurse und der Spekulationstätigkeit bereitet sich vor.

[1]) Problems in Business Economics, Seite 4ff. Vergleiche auch: The Harvard Index of General Business Conditions, its Interpretation. (Diese Schrift soll von Persons ausgearbeitet sein).

Einige Monate nach dieser Belebung der Spekulation hebt sich das Geschäftsleben. Die Warenpreise beginnen zu steigen, und die Wirtschaft tritt in die zweite Phase, die Erholung, ein. Die Charakteristika dieser Phase sind: steigende Effektenkurse, gewöhnlich eine starke Haussespekulation in Aktien, steigende Warenpreise, wachsende Geschäftstätigkeit. Unter dem Drucke wachsender Nachfrage nach Kredit zur Spekulation und zum Warengeschäft ziehen die Geldsätze an. An dieser Stelle geht das Wirtschaftsleben in die dritte Phase, die Blüte über. Die Banken ziehen nun Geld vom Effektenmarkt zurück, um ihre angestammten Kunden, die Fabrikanten und Warenhändler, befriedigen zu können. Deren Bedarf steigt mit steigenden Preisen. Das Steigen der Effektenkurse hört auf.

Diese Situation führt schließlich zur vierten Phase, der Versteifung auf dem Geldmarkt, deren Hauptanzeichen hohe Kreditanspannung und mehr oder minder scharfe Liquidation auf den Effektenmärkten sind. Die Geldsätze bleiben auf einem hohen Stand, der in den Verhältnissen zwischen der wirtschaftlichen Lage und dem Kredit begründet ist. Die Geschäftstätigkeit und die Warenpreise befinden sich etwa auf dem höchsten Punkte im Cyklus. Beträchtliche Warenspekulation führt zu Anhäufung von großen Lagern zu aufgepumpten Preisen. Verzögerung von Lieferungen infolge Überlastung der Bahnen wirkt sich in einer Verzögerung von Zahlungen aus. Der Druck auf den Geldmarkt wird ungewöhnlich stark unter der Nachfrage nach Kredit zur Finanzierung industrieller Unternehmungen. Die Situation wird verschärft durch das Steigen der Produktionskosten infolge von Lohnerhöhungen und sinkender Arbeitsleistung, sodaß sie nicht mehr im Verhältnis zu den Verkaufspreisen stehen.

Man beginnt daran zu zweifeln, ob die Banken diese ungesunde Lage unterstützen wollen und können. Die Banken fordern von ihren Kunden die Abtragung der Darlehen. In der Hoffnung, ihren Kassenbestand zu verbessern, nehmen die Geschäftsleute Preisnachlässe vor. Diese Nachlässe auf der Höhe der Blüte lassen die Frage entstehen, ob der Umschwung nicht erreicht sei. Die Erwartung niedriger Preise ermutigt zur Rückziehung von Aufträgen; die Lager „gefrieren"; Verlängerung von Darlehen wird nötig. Die Geldsätze steigen unter dem Druck der Nachfrage weiter. Die Meinung, daß der Aufschwung beendet sei, verbreitet sich. Preisermäßigungen sind an der Tagesordnung. Ein größerer Abbau der Preise und der Geschäftstätigkeit ist damit eingeleitet; die Wirtschaft geht in die fünfte und letzte Phase des Kreislaufes, die Krise über. Diese Phase ist charakterisiert durch fortgesetzte Liquidation auf den Wertpapiermärkten und eine je nach der Größe der Kreditanspannung mehr oder minder heftige Liquidation in den Warenmärkten.

Nach der Krise, die gewöhnlich in wenigen Monaten abläuft, befindet die Wirtschaft sich wieder in der ersten Phase, der Depression, gekennzeichnet durch Schließung von Fabriken, große Arbeitslosigkeit, gedrückte Geschäftslage. Dies ist die Periode sinkenden Zinssatzes, niedriger Effektenkurse und fallender Warenpreise. An diesem Punkt beginnt der Kreislauf von neuem.

3. Was hier gegeben ist, ist eine Ansicht über den Ablauf eines Konjunkturzyklus. Eine Theorie ist nicht entwickelt; es ist weder erklärt, weshalb der Zyklus so und nicht anders ablaufen muß, nachdem er einmal angestoßen worden ist, noch ist über die Ursache des Kreislaufphänomens selbst auch nur das Geringste ausgesagt. Vanderblue bezeichnet den Konjunkturzyklus als „modernes Phänomen, verursacht durch die Produktion für zukünftigen Bedarf", ohne daraus Enstehung und Ablauf des Zyklus im einzelnen herzuleiten. Für die entscheidende Stelle, die Veranlassung des einzelnen Kreislaufes, verweist er auf Mitchell und sagt: „Es ist guter Grund, zu glauben, daß der Zyklus sich aus sich selbst gebiert".[1])

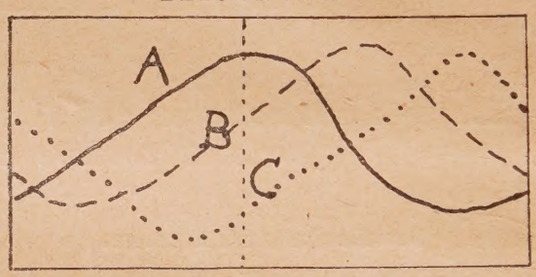
4. Statt der Konstruktion des Prognosebarometers eine Theorie zugrunde zu legen, wählte man ein anderes Verfahren. Man nahm statistisches Material einer Reihe von Konjunktursymptomen und paßte diese Symptome empirisch zueinander. Grundlage des Harvardbarometers ist also nicht die Theorie, sondern die Korrelationsrechnung. Und die geschilderte Ansicht über den Ablauf der Konjunkturzyklen wurde aus eben dem statistischen Material gewonnen.

Aus den Versuchen zur Zusammentragung vieler — auf die Jahre 1903—1914 bezüglichen — Daten und dem Suchen nach Korrelationen zwischen ihnen entstand ein System von drei Kurven, die in sich wiederum aus mehreren Kurven von Konjunktursymptomen zusammengesetzt sind, die untereinander den gleichen Bewegungstyp haben, d. h. deren Aufstieg und Abstieg zeitlich zusammenfallen. Mit diesem Dreikurvensystem glaubte man die Darstellung des Ablaufs der Zyklen auf das Wesentliche zusammengefaßt zu haben: man hatte repräsentative Kurven für den Geldmarkt, das Warengeschäft und die Effektenspekulation konstruiert.[2])

5. Die Idealform des Konjunkturablaufes, wie sie sich aus den Kurven für 1903—1914 erkennen ließ, und wie sie sich nach der Meinung der Harvardschule immer wiederholen mußte, zeigt Abbildung I.

Die ideale Konjunkturkurve.

ZEICHNUNG I.



A: Effektenspekulation (speculation).
B: Geschäftsleben (business).
C: Geldmarkt (money).

In diesem System repräsentiert die Kurve A die Effektenspekulation (speculation). Sie ist zusammengesetzt aus 1. den

---

[1]) Vanderblue l. c. Seite 17: The business cycle, there is good reason to believe, is self-generating. — [2]) Einzelheiten bei Persons, Indices of General Business Conditions, insbesondere Seite 111 ff. Vergl. auch Vanderblue. Ferner auch folgende Äußerung: ... The classification of the available series for the pre-war period was according to a statistical not an economic criterion. That is to say, our original study enabled us to sort the series into three groups, each group being composed of series having approximately concurrent fluctuations. The point to be emphasized here is that the A-B-C grouping was made according to a sole criterion, that of statistical homogeneity of the constituent series. It was not until after the grouping had been completed that we observed that the three groups were not only statistically homogeneous but economically homogenous as well and could be labeled „speculation", „business" and „money". Our post-war index was then constructed, as we have said, on the same plan as the pre-war index. That is to say, it consists of three groups of statistical series which, during 1903—14, were characterized by certain sequences and lags. (Bullock, Persons and Crum, The construction and interpretation of the Harvard Index of Business Conditions. Review Vol. IX (1927), Seite 77.)

Bankclearings in New York City[1]) und 2. den Kursen einer ausgewählten Reihe von Effekten. Die zweite Kurve stellt das Warengeschäft (business) dar. Ihre Elemente sind 1. Bradstreets Großhandelsindexziffer, 2. die Bankclearings in 140 Städten außer New York City und 3. die Roheisenproduktion. Kurve C vertritt den Geldmarkt (money); ihre Komponenten sind 1. der Wechseldiskont, 2. Darlehens- und 3. Depositenzinssätze bei den New Yorker Banken.

Während der Versuchsperiode (test period) 1903 bis 1913 liefen die Bewegungen der Kurven in der Reihenfolge A, B, C ab. Die Kurve A ging der Kurve B in allen Bewegungen 6 bis 10 Monate voran, während die Kurve C der Kurve B in einem Abstande von 2 bis 8 Monaten folgte. Fallende Zinssätze also trafen mit steigender Aktivität der Spekulation und des Warengeschäfts, steigende Zinssätze mit dem Abfallen der beiden anderen Marktgebiete zusammen, — eine altbekannte Erscheinung.

Statistisch-technisch ist noch folgendes zu bemerken. Aus jeder der elementaren Zahlenreihen wurden die Grundbewegung (secular trend) und die Saisonschwankungen (seasonal variations) eliminiert. Die „bereinigten" Reihen wurden in „cyclischen Werten" ausgedrückt, indem ihre Abweichungen vom arithmetischen Durchschnitt durch den quadratischen durchschnittlichen Abstand (standard deviation) vom arithmetischen Durchschnitt dividiert wurden. Die Kurven A, B und C sind Mittelwerte aus den zyklischen Werten der einzelnen Reihen gleichen Bewegungstyps. Über die Art einer etwaigen Wägung dieser Durchschnitte ist nichts gesagt.

6. Das für die laufende Konjunkturbeobachtung und die Konjunkturprognose benutzte Kurvensystem umfaßt die Zeit von 1919 an. Es zeigt in der Zusammensetzung der drei Kurven einige Abweichungen gegenüber dem System der Versuchsperiode. Seit der letzten Revision[2]) ist die Zusammensetzung wie folgt:

Kurve A: Spekulation: Scheckumsätze (debits on individual account) in New York City und Kurse von 20 Industrieaktien;

Kurve B: Warengeschäft: Scheckumsätze in 140 Städten (außer New York City) und Bradstreets Großhandelspreisindexziffer[3]);

Kurve C: Geldmarkt: Diskontsätze für Handelswechsel von 4 bis 6 Monaten und von 60 bis 90 Tagen Laufzeit in New York.

Die in Kurve A und B verarbeiteten „Scheckumsätze" (debits on individual account) sind die monatlichen Summen der auf die berichtenden Banken gezogenen, den Bankkunden belasteten Schecks. Man nimmt an, daß diese Scheckumsätze das Volumen der Spekulation und des Warenhandels genauer ausdrücken als die früher benutzten Clearingzahlen, da beim Clearing Mehrfachzählungen desselben Schecks nicht zu vermeiden sind.[4])

Die Art der statistisch-technischen Aufbereitung dieser Daten weicht von der der Versuchszeit nicht ab.

[1]) Da der Wertpapierbörsenverkehr sich in New York konzentriert, benutzt der Harvard-Wirtschaftsdienst die Clearingumsätze der Banken in New York City als Index der Bewegungen in der Effektenspekulation. Von den übrigen dem Bundesreserveamt berichtenden Banken in 140 anderen Städten nimmt es an, daß die in den Clearings erscheinenden Umsätze hauptsächlich aus den Transaktionen der Industrie und des Handels stammen und zieht sie deshalb, wie es das Bundesreserveamt auch tut, als Index der allgemeinen Geschäftslage heran. Vergl. auch Adams, Economics of Business Cycles, Seite 76ff. — [2]) Die letzte Revision fand im April 1926 statt; s. Review of Economic Statistics (weiterhin zitiert als „Review") Jahrg. VIII Seite 621ff. — [3]) Von der Verwendung des konjunkturempfindlichen 10 Waren-Index ist man wieder abgekommen. — [4]) Adams, l. c. S. 76 ff.

Technik der Prognose.

7. In der angegebenen Weise hat der Havarddienst also durch Verbindung und Verschmelzung mehrerer Reihen von Konjunktursymptomen gleichen Bewegungstyps die komplizierten Kausalzusammenhänge der Wirtschaftsvorgänge auf zeitliche Korrelationen in den Bewegungen dreier Kurven zurückgeführt, die durch die drei Marktgebiete (1. Effektenbörse, 2. Warengeschäft und 3. Geldmarkt) die gesamte Volkswirtschaft repräsentieren sollen.

Auf Grund der Idealform des Konjunkturzyklus, die sich aus den Erfahrungen der Versuchszeit ergeben hatte, konnte nun als Analogieschluß die Prognose für den zukünftigen Ablauf des Wirtschaftslebens gestellt werden, indem man die jeweilige Stellung der Indexkurven nach der Normalform ergänzte[1]). Zeigten die Kurven also etwa eine Stellung, wie sie an der punktierten Linie in Zeichnung I besteht, so konnte man nach dem Idealschema und unter Berücksichtigung der Unsicherheit in der Genauigkeit der zeitlichen Bestimmung sagen, daß man etwa 3 bis 6 Monate vor der Krise im Warengeschäft stehe und daß in etwa einem Jahre der Höhepunkt in der Verknappung des sich schon langsam versteifenden Geldmarktes erreicht sein könne.

Die offizielle Gebrauchsanweisung zum Indexkurvensystem[2]) faßt die zu berücksichtigenden Tatsachen zusammen: es ist zu beachten:

1. die Richtung der Bewegung jeder Kurve in Hinsicht auf die Bewegungen der anderen,

2. die Richtung der unmittelbar vorhergehenden Bewegungen,

3. die Größe solcher Bewegungen.

Mit dieser Beziehung der Bewegungen dreier Kurven aufeinander ist die wesentlichste Schwierigkeit der Prognose jedoch durchaus noch nicht beseitigt. Denn es bleibt trotz des Vergleichs mit der Lage der beiden anderen Märkte stets die Frage offen, ob ein Abweichen der Bewegung einer Kurve von der bisherigen Richtung nur ein gelegentlicher Rückschlag ist oder die endgültige Umkehr der Bewegungsrichtung einleitet. Selbst durch Einbeziehen der gleichzeitigen wirtschaftlichen Ereignisse in die Beobachtung und Schlußfolgerungen, wie es Persons wünscht[3]), ist hier wenig geholfen, da solche Ereignisse sehr verschieden gewertet und ihre Folgen wohl niemals bis ins Letzte vorausberechnet werden können.

Das Problem der Untersuchung.

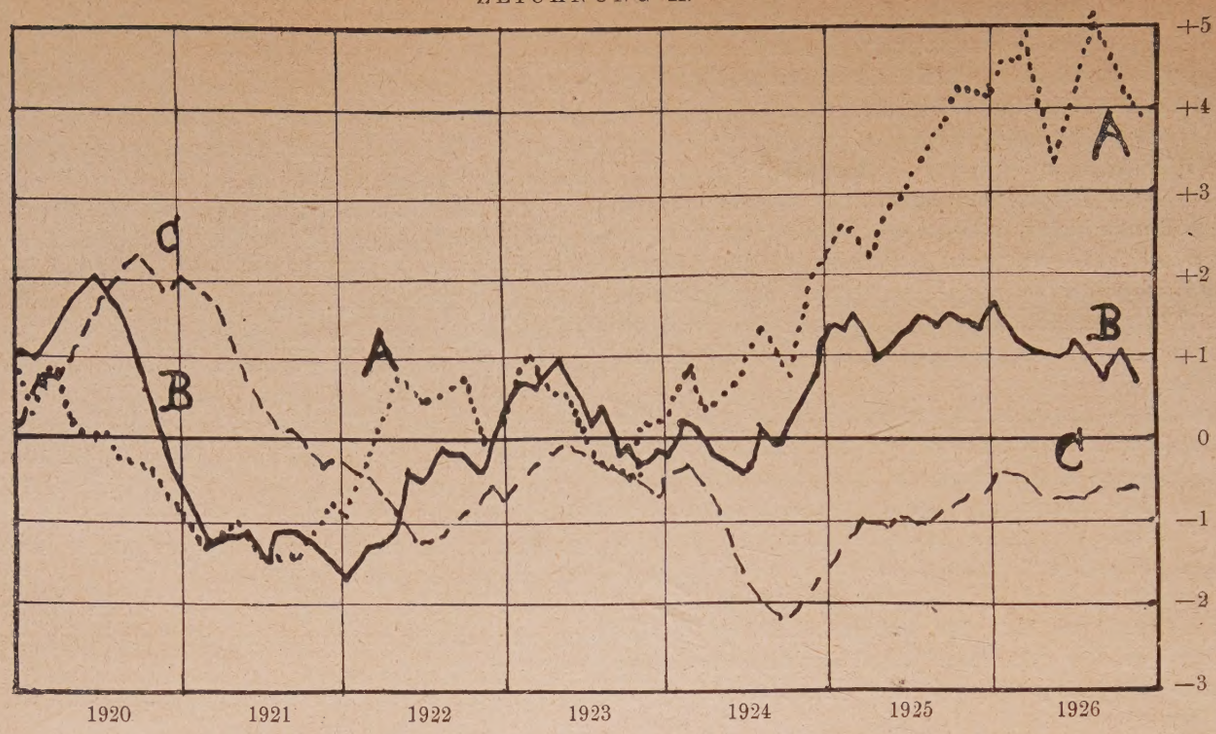
8. Seit dem Frühjahr 1923 weicht der Verlauf der drei Kurven von dem in Zeichnung I dargestellten typischen Bilde ab.

Auf der reproduzierten Indexkarte treffen die Wendepunkte der Kurven B (Warengeschäft) und C (Geldmarkt) im Frühjahr 1923 zeitlich zusammen. Dann folgt die B-Kurve kurze Zeit der O-O-Linie (die die Grundbewegung der Wirtschaftsentwicklung symbolisiert) und springt im Herbst 1924 auf den Wert + 1 über, in dessen Nähe sie bis Ende 1926 pendelt. Die C-Kurve sinkt bis Herbst 1924 ohne wesentliche Unterbrechungen und befindet sich vom Frühjahr 1925 ab in der Nähe des Wertes — 1. Die Kurve der Effektenspekulation (A) scheint jede Verbindung mit den beiden anderen verloren zu haben. Sie steigt vom Herbst 1923 bis Frühjahr 1926 fast

[1]) Siehe hierzu Karstens Kritik (The Harvard Business Indexes — a new Interpretation) im Journal of the American Statistical Association, Vol. 1926 S. 399 ff. und die Erwiederung in der Review, Vol. IX S. 74 ff. Ferner Marschaks Aufsatz im Magazin der Wirtschaft, Jahrg. 3 S. 390 ff. — [2]) The Havard Index of General Business Conditions. Its Interpretation. S. a. Vanderblue, l. c. S. 23 ff. — [3]) Persons, Indices, Seite 33.

Das Havardbarometer.
(The Index Chart of General Business Conditions).
(Aus Weekly Letters 1926 Nr. 51 v. 18. 12. 26.)

ZEICHNUNG II.



ununterbrochen an; ab Frühjahr 1926 bewegt sie sich in starken Ausschlägen, jedoch ohne eine Tendenz zum Absinken zu zeigen.

Vom Frühjahr 1923 ab ist auch zu beobachten, daß die auf den Verlauf des Kurvensystems begründeten Voraussagen (forecasts) immer unsicherer werden[1]). Sie lehnen sich kaum noch an das Barometer an, sondern werden aus der Betrachtung der allgemeinen Wirtschaftslage und -stimmung gegeben und mit Wendungen wie etwa „wenn die politische Entwicklung nicht stört" verklausuliert. Im Januar 1925 tritt an die Stelle des „forecast" ein „differential forecast", in dem die vorhergesagte Entwicklung davon abhängig gemacht wird, daß nicht eine Inflation sich entwickelt, in welchem Falle das Bundesreserveamt eingreifen würde. Vom Januar 1926 an fällt das formelle forecast ganz und gar fort; nur die bereits früher im Text der Weekly Letters enthaltenen „conclusions" bleiben bestehen.

9. Diese formalen Änderungen in der Prognose der Weekly Letters sind Symptome einer Änderung in den Ansichten des Harvard-Wirtschaftsdienstes über den Wert des Analogieschlusses unter den durch die Wirksamkeit des Handelsministers Hoover gegen die Zeit vor 1920 wesentlich veränderten wirtschaftlichen und wirtschaftspsychologischen Bedingungen. Der Konjunkturverlauf des Jahres 1923 entsprach der zu seinem Beginne gestellten Prognose nicht im geringsten. Der Aufschwung, dessen Fortsetzung mindestens im Jahre 1923 man erwartet hatte, schlug im Frühjahr 1923 in eine ganz kurze Depression um, und seit diesem Zeitpunkte scheint die Konjunkturbewegung aus dem amerikanischen Wirtschaftsleben ausgeschaltet zu sein. In den folgenden Abschnitten wird dargelegt werden, daß in der amerikanischen Wirtschaft unter Hoovers Regime eine Strukturänderung sich vollzogen hat, und daß und in welcher Weise die Bankpolitik des Bundesreserveamts bei dieser Strukturwandlung eine wichtige Rolle gespielt hat. Die Abhängigkeit des Verlaufs des amerikanischen Wirtschaftslebens vom Willen des Handelsministeriums und seiner Hilfskräfte, vornehmlich des Bundesreserveamts, ist so groß geworden, daß — ein äußeres Zeichen! — das Harvardinstitut in seinen Prognosen und Schlußfolgerungen gelegentlich die Klausel bringen mußte: „wenn das Federal Rerserve Board nicht anders will." Weiter illustriert wird die neue Haltung des Harvardinstituts ferner durch eine Neufassung der „Interpretation", in der es heißt: „. . . . eine mechanische Anwendung der Doktrin von den nacheinander folgenden Bewegungen der drei Märkte kann nicht ausreichende Resultate geben", was dann mit der Wirksamkeit des Bundesreservesystems erklärt wird.[1])

2. Kapitel:

Die Bankpolitik des Bundesreserveamts in den Jahren 1923—1926.

§ 1. Die Grundlagen.

10. Das Bundesreservesystem (Federal Reserve System) vertritt in den Vereinigten Staaten die Stelle der Zentralbank. Die Politik einer solchen Bank ist nur dann vollkommen verständlich, wenn man die Umstände kennt, unter denen sie zu arbeiten hat: ihre Organisation, ihren Wirkungskreis und ihre Wirkungsmittel, wie sie gesetzlich festgelegt oder als Gewohnheit oder in Auslegung der gesetzlichen Bestimmungen entstanden sind. Deshalb sei hier das Wichtigste zu diesen Fragen dargestellt.[2])

11. Das Bundesreservesystem (Federal Reserve System) wurde durch den Federal Reserve act von 1913 begründet und ist seit 1914 in Kraft. Es besteht aus den 12 Bundesreservebanken (Federal Reserve banks) und dem Bundesreserveamt

[1]) Vergl. Meerwarth, Nationalökonomie und Statistik, Seite 494 ff.

[1]) Crum, W. L, The Interpretation of the Index of General Business Conditions. Review 1925 Seite 217 ff. (. . . . a mechanical application of the sequence doctrine may not give satisfactory results). — [2]) Siehe dazu die entsprechenden Abschnitte bei Kemmerer The A B C of the Federal Reserve System; Willis, The Federal Reserve System; Beckhart, The Discount Policy of the Federal Reserve System; Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation; ferner das Federal Reserve Bulletin und die Jahresberichte des Federal Reserve Board.

(Federal Reserve board). Das Amt hat seinen Sitz in Washington; es hat die Aufsicht über die 12 Banken und kann deren Politik nötigenfalls von sich aus bestimmen; es ist also die Stelle, in deren Hand die Geldpolitik der Vereinigten Staaten letzten Endes liegt. Zur Beratung in schwierigen Fällen ist ein Bundesreserverat (Federal Advisory Council) gebildet. Die 12 Bundesreservebanken sind in 12 verschieden großen Distrikten über das Gebiet der Vereinigten Staaten zerstreut. In ihrem Gebiet sind sie selbständig (im Rahmen der vom Bundesreserveamt vorgeschriebenen Richtlinien). Sie sind innerhalb ihres Distrikts „Zentralbanken"; die Mitgliedsbanken des Distrikts dürfen Wechsel nur bei ihnen rediskontieren. Das Federal Reserve Board ist keine Bank, sondern ein Verwaltungs- und Aufsichtsorgan.

Als Mitgliedbanken (Member banks) des Systems sind den Reservebanken ipso jure die Nationalbanken angeschlossen, die allein neben den Bundesreservebanken und der Bundesregierung das Recht der Notenausgabe haben.[1]) Die Zahl der angeschlossenen Nationalbanken betrug am 1. Dezember 1926: 7906. Schon durch diese Zwangsmitgliedschaft haben die Bundesreservebanken einen großen Einfluß auf den Geldmarkt der Vereinigten Staaten. Dem Bundessystem können die Staatsbanken der Einzelstaaten und die „Trustbanken" freiwillig beitreten. Mitglieder dieser Art gab es am 1. Dezember 1926: 1351. Das gesamte Kapital der Mitgliederbanken betrug am 1. Dezember 1926 rund 42 Milliarden Dollar. An selbständigen Banken außerhalb des Reservesystems waren zu dieser Zeit etwa 18 800 vorhanden. Ihr gesamtes Kapital macht nur etwa die Hälfte des im Bundesreservesystem vereinigten aus; dennoch können diese Banken von großer örtlicher Bedeutung sein.

12. Bereits im Entwurf des Federal Reserve act war als Zweck des Bundessystems die Sorge für ein stabiles Preisniveau angegeben. Man hat sich jedoch im Gesetze selbst darauf beschränkt, die Stabilisierung der Kreditsituation und die Festsetzung der Diskontrate „im Hinblick auf die Wohlfahrt von Handel und Verkehr" dem Bundesreservesystem zur Pflicht zu machen. Dies sollte durch die Zusammenfassung der Nationalbanken, die Zentralisierung der Reserven, die Schaffung eines Diskontmarktes und eine den Bedürfnissen des Landes entsprechende Diskontpolitik erstrebt werden.

Diese Politik der Banken besteht im wesentlichen in der Regulierung der umlaufenden Mengen an Geld und Bankzahlungsmitteln.

13. Die Vermehrung des Notenumlaufs geschieht, indem die Mitgliederbanken Wechsel oder Zahlungsversprechen ihrer Kunden diskontieren und bei ihrer Distriksbank rediskontieren.[2]) Sie erhalten dafür Federal Reservenoten. Diese Noten sind Staatspapiergeld; die Regierung überläßt sie den Bundesreservebanken durch Vermittlung der Bundesreserveagenten gegen Hingabe von Gold oder von diskontfähigen Wechseln. Die Bundesreservenoten sind nicht gesetzliche Zahlungsmittel; sie können bei den Reservebanken und beim Schatzamt in solche umgetauscht werden.

Zur Erweiterung des Kreditumlaufes, der auf Depositen beruht, steht den Banken außer den zur Erweiterung des Notenumlauf dienenden Mitteln noch frei, eigene Wechsel bei ihrer Distriktsbank zu diskontieren und den Erlös ihren Kunden als Kreditdeposit gutzuschreiben.

Die Größe der vorschriftsmäßigen Reserven ist nach der wirtschaftlichen Bedeutung der Banken abgestuft. Die endgültige Grenze der Noten- und Kreditausgabe ist dadurch geschaffen, daß die Bundesreservebanken eine Goldreserve von 40 % gegen die Noten, von 35 % gegen die Depositenverpflichtungen halten müssen. Die Noten sollen ferner mit 100 % bankmäßig gedeckt sein. Die Unterschreitung der Golddeckungsgrenze ist ausnahmsweise mit Erlaubnis des Bundesreserveamts möglich und kostet die Bank eine besondere Steuer. Durch Weiterwälzung dieser Steuer kann auf Verringerung der Beanspruchung durch die Mitgliedsbanken hingewirkt werden. Innerhalb des Systems ist ein Ausgleich des Kreditbedarfes dadurch geschaffen, daß die Bundesreservebanken Wechsel untereinander diskontieren können.

Ferner können die Bundesreservebanken unter Hinterlegung bestimmter Staatspapiere eigene Noten, die Federal Reservebanknoten, herausgeben.[1]) Von dieser Möglichkeit wird sehr wenig Gebrauch gemacht: der Umlauf an Bundesreservebanknoten fällt für unsere Betrachtung nicht ins Gewicht.

14. Die Verminderung der umlaufenden Notenmenge ergibt sich normaler Weise daraus, daß 1. die Wechsel, auf Grund deren sie ausgegeben wurde, eingelöst werden müssen, und die vom Publikum nicht mehr benötigten Scheine als Depositen oder zur Rückzahlung von Schulden an die Mitgliederbanken zurückkommen. Da Bundesreservenoten nicht gesetzliche Zahlungsmittel sind und nicht in die vorschriftsmäßige Reserve eingerechnet werden können, geben die Mitgliederbanken die Noten an die ausgebenden Reservebanken weiter, von denen sie nicht wieder in den Verkehr gebracht werden dürfen. Kredite liquidieren sich normaler Weise von selbst, wodurch ihr buchmäßiger Ausdruck verschwindet.

15. Eine wichtige Eigentümlichkeit des amerikanischen Bankwesens ist, daß es einen Lombardverkehr mit den Zentralbanken nicht gibt. Ferner beruhen die Kredite der Mitgliederbanken zum größeren Teil auf Zahlungsversprechen (promissory notes), hinter denen keine sachliche Sicherung, nur der persönliche Kredit des Ausstellers steht. Der Betrag des Zahlungsversprechens wird dem Kreditnehmer als „Deposit" gutgeschrieben; in dem Posten „Deposits" eines amerikanischen Bankausweises sind also nicht nur Bareinlagen der Kunden enthalten, sondern auch diese auf Grund von Zahlungsversprechungen gewährten und gutgeschriebenen Kredite. Die Zahlungsversprechungen sind unter Bedingungen rediskontfähig (eligible).

Zwangsweise Zusammenziehung des Noten- und Kreditumlaufs wird durch die Erhöhung des Diskontsatzes und Kreditrestriktion bewirkt. Schließen die Mitgliederbanken sich dem Vorgehen der Reservebanken nicht an, so können die Reservebanken, indem sie auf dem offenen Geldmarkt auftreten, mittelbar auf die Gestaltung des Geldsatzes und unmittelbar auf die Menge der Umlaufsmittel einwirken. Diese Marktpolitik (open market policy) besteht im An- und Verkauf von Wechseln und Staatspapieren, die den gesetzlichen Erfordernissen entsprechen. Die Verkäufe dieser Papiere durch die Bundesreservebanken nehmen flüssige Mittel aus dem Verkehr, verknappen dadurch den Geldmarkt und erzwingen ein Steigen der Geldsätze; Ankäufe wirken umgekehrt.

16. In seinem zehnten Jahresbericht legt das Bundesreserveamt im Anschluß an die Besprechung des Geschäftsjahres 1923, des Jahres also, in dem der bemerkenswerte Vorstoß zur Sicherung der Konjunkturbewegung erfolgt war,

[1]) Über das Verhältnis zu den Mitgliederbanken s. a. XIII. Annual Report, Seite 3ff. — [2]) Die Nationalbanken können Noten nur gegen Hinterlegung bestimmter Arten von Staatspapieren bei dem Schatzamt ausgeben. Dadurch ist ihre Beweglichkeit sehr eingeschränkt, und die Neigung zur Notenausgabe ist wegen der damit verbundenen Unbequemlichkeit und des Verlustes der Zinsen der hinterlegten Papiere gehemmt. Erst dadurch, daß die Bundesreservebanken auf Grund diskontierter Wechsel Noten ausgeben können, hat der amerikanische Geldmarkt seine wichtige heutige Elastizität erhalten. Vergl. auch die Zeichnungen bei Kemmerer, a. a. O.

[1]) Diese entsprechen den in Anmerkung 2 genannten Noten der Nationalbanken.

in einem Abschnitt „Guides to Credit Policy“ die Richtlinien seiner Kreditpolitik dar. Da seine Ausführungen die grundsätzliche Frage der Diskontpolitik als Hilfsmittel der Wirtschaftsstabilisierung berühren und fernerhin das Problem der Konjunkturprognose streifen, wie es sich vom Standpunkt einer für die Gesamtwirtschaft verantwortlichen Stelle aus ansieht, seien sie hier auszugsweise wiedergegeben.[1])

Das Verhältnis der Reserven zu den Verbindlichkeiten (Deckungsverhältnis, reserve ratio) habe durch die Tradition den Sinn eines Index der Bank- und Kreditsituation bekommen. Man müsse auf diese traditionelle Einstellung Rücksicht nehmen, obwohl dieser Index niemals ganz zuverlässig gewesen sei. Die heutige Lage aber, vornehmlich die Behinderung der freien Goldbewegung zwischen den Welthandelsländern, mache es notwendig, andere Grundlagen für die Kreditpolitik zu finden.

Als eine solche Grundlage sei die Preisindexziffer vorgeschlagen worden; mit der hierauf gegründeten Kreditpolitik sollte zugleich das Ziel verbunden sein, Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus zu vermeiden. Abgesehen von technischen Problemen und politischen Schwierigkeiten, die mit dieser Art der Kreditregelung erständen, sei der Plan deshalb unmöglich, weil die Zusammenhänge zwischen Geld- und Preisbewegungen nicht als einfaches Kausalverhältnis aufzufassen seien. Vielmehr sei die Bewegung der beiden Faktoren eine Auswirkung gemeinsamer Ursachen, die in der allgemeinen Entwicklung der Wirtschaft zu suchen seien.[2]) Hieraus ergäbe sich der zweite Grund, weshalb die Regulierung des Kreditumlaufs aufgrund der Preislage nicht möglich sei: ehe nämlich eine aus irgend welchen Gründen erhöhte Nachfrage nach und ein erhöhter Umlauf an Kredit sich im Status der Reservebanken und in der Preisindexziffer zeige, sei es zu einem Eingreifen der Bundesreservebanken zu spät.

17. Es sei also nötig, zu wissen, was vorgeht, bevor noch die Bewegung sich in der Preisindexziffer ausdrückt. Die Indexziffer stelle eine vollendete Tatsache fest; das Problem der Durchführbarkeit einer wirksamen Kreditpolitik aber sei eine Frage des rechtzeitigen Eingriffs.[3]) Kein statistischer Apparat könne einen zureichenden Führer in dieser Sache abgeben. Denn der Kredit sei eine menschliche Einrichtung; er spiegele die Stimmungen der Menschen wieder und sei von einer Reihe unsichtbarer Faktoren abhängig. Im Federal Reserve Act jedoch seien die Möglichkeiten aufgezeichnet, den Kredit trotz seiner Abhängigkeit von unmeßbaren Einflüssen einer zielbewußten Politik zu unterwerfen. Nach Section 14 par. d. solle die Politik der Bundesreservebanken auf die angemessene Versorgung von Handel und Verkehr gerichtet sein, und zwar sei, wie Sektion 13 ergebe, die Kreditgewährung nur für produktive Zwecke zulässig. Hierdurch sei ein Maßstab für die Beschaffenheit der zu gewährenden Kredite gegeben. Die gleichen Bestimmungen des Gesetzes könnten auch die Richtschnur für den Umfang der Kreditbemessung geben. Eine solche Regelung der Menge des Kredites sei deshalb notwendig, weil ein diskontierter Wechsel wohl etwas über das ihm zugrunde liegende Geschäft[1]), nichts dagegen über die weitere Verwendung des Erlöses aus der Diskontierung aussagen könne, der vielleicht zu Spekulationszwecken verbraucht würde. Die Regulierung des Quantums sei nur durch die Beobachtung des Wirtschaftslebens möglich. Kredit könne und dürfe auch nur so weit gegeben werden, daß das Gleichgewicht zwischen dem Handelsvolumen, der Erzeugung und dem Beschäftigungsgrade einerseits, dem Verbrauch andererseits gewahrt bleibe. Die Kontrolle des Abfließens der Waren in den Verbrauch sei das Wichtigste. Das Bundesreserveamt als Überwachungsstelle der Bundesreservebanken habe nun die Aufgabe, die Bewegungen des Wirtschaftslebens in diesem Sinne zu verfolgen. Diesem Zwecke diene die Sammlung statistischer Daten aus den verschiedenen Zweigen des Wirtschaftslebens, z. B. über die Bewegungen in Volumen des Handels, der Erzeugung, des Beschäftigungsgrades, über die sichtbaren Lager, den Groß- und Kleinhandel, über die Bank- und Kreditlage. Diese Zahlen gäben natürlich nur ein Bild der jüngsten Vergangenheit, ließen aber Schlüsse auf die weitere Entwicklung zu und könnten in dieser Weise, wenn auch nicht automatisch, als Richtschnur für die Kreditpolitik dienen.

Dadurch, daß das Bundesreserveamt diese Zahlen der Öffentlichkeit zugängig mache, werde das Publikum zum Verständnis der Unternehmungen des Bundesreservesystems erzogen. Je größer das Verständnis der Öffentlichkeit sei, desto besser könne das System funktionieren. Das Publikum sei ein Partner im Bundesreservesystem, und die Zusammenarbeit habe in der letzten Zeit gute Fortschritte gemacht.

Das Indexziffernsystem.

18. Das im vorhergehenden Abschnitt umschriebene Ziel der „Credit policy“ ist die Auflösung oder Verhütung der in der ungebundenen Markt-Wirtschaft sich notwendig ergebenden Disproportionalitäten zwischen Erzeugung und Verbrauch. Der Beobachtung des Spannungsverhältnisses dienen, da die Bankstatistiken im engeren Sinne nicht ausreichen, Indices, deren Auswahl nach dem Ziele der Konjunkturpolitik ausgerichtet und deshalb von der Indexwahl des Harvardschen Wirtschaftsdienstes wesentlich verschieden sein muß. Die für das Harvardbarometer kennzeichnende Zusammenziehung mehrerer Indexreihen zu einem, ein Marktgebiet repräsentierenden Index ist hier nicht möglich.

Das Indexziffernsystem des Bundesreserveamts umfaßt folgende Indices:[2])

---

[1]) X. Jahresbericht. Seite 29 ff. — [2]) Das Bundesreserveamt steht also auf dem Standpunkte der Banking-Theorie. Bemerkenswert ist die Ablehnung, die der Gedanke der Preisniveaustabilisierung durch das Bundesreserveamt in einer Sitzung des Federal Advisory Council im Jahre 1926 erfährt. Es heißt dort (XIII. Jahresbericht Seite 485): In the opinion of the council, stabilization of the price level can not be accomplished by means of rediscount rates and open-market operations. In the main, fundamental conditions of the business situation are not subject to control by the Federal reserve banks. Moreover, the council believes it would be extremely dangerous were the Federal reserve system charged with the responsibility for promoting a stable price level for commodities by means of the powers vested in the Federal reserve system. The index of prices represents merely an average, and it has often been true in the past and will be so in the future that the prices of some commodities are high while those of others are low. Whenever such a situation should arise the interests of various lines of business would be in conflict and the system would become subject to most undesirable pressure exerted now in favour of one commodity and then of another. Vergl. auch die Diskussion zur „Strong-Bill“, durch die — charakteristischerweise im Jahre 1927, als der andauernde Preisrückgang die Wirtschaftslage gefährdet erscheinen ließ! — dem Bundesreserveamt die Pflicht zur Stabilisierung des Preisniveaus auferlegt werden sollte. (Frankfurter Zeitung vom 10. Juli, 14. Aug. und 27. Sept. 1927, Monatsbericht der Midland Bank London Juli-Aug. 1927). — [3]) S. a. Keynes, Traktat Seite 191 ff; Hawtrey, Monetary Reconstruction Seite 104 ff.

[1]) Den diskontierten Wechseln werden in Amerika Dokumente angeheftet, aus denen das dem Wechsel zugrunde liegende Kausalgeschäft hervorgeht. 11. Jahresbericht Seite 243, 247. — [2]) Der Begriff „Indexziffernsystem des Bundesreserveamts“ ist hier auf diejenigen Indices eingeschränkt, die das Amt für so wichtig hält, daß es nicht die vorhandenen benutzt, sondern eigene errechnet. Daneben steht ihm mindestens das sehr umfangreiche und gründliche Material zur Verfügung, das „Survey of Current Business“ monatlich herausbringt.

Produktionsstatistik:

Der Index der Produktion (Index of production) wird in drei Formen veröffentlicht, nämlich als Index der industriellen Produktion (Index of industrial production), als Index der Fabrikproduktion (Index of production of manufactures) und Index der mineralischen Produktion (Index of production of minerals).

Die Grundlage der Indices ist die tägliche Durchschnittsproduktion in den Jahren 1923–1925. Saisonschwankungen sind ausgeschaltet.

Der Index der Fabrikproduktion umfaßt die Produktionsmengen folgender Industrien mit folgenden, dem „zugefügten Wert“ [1]) im Jahre 1923 entsprechenden Gewichten: Eisen und Stahl: 23,–; Textilien: 20,5; Nahrungsmittel; 10,1; Papier und Druck: 11,2; Nutzholz (lumber): 9,9; Automobile (ursprünglich: Transportation equipment): 6,7; Leder und Schuhe: 4,–; Zement, Ziegel und Glas: 3,9; Nicht-Eisen-Metalle: 4,–; Chemikalien (Petroleumraffinerie): 3,8; Gummiprodukte (rubber tires): 1,8; Tabakverarbeitung: 1,1.

Der Index der mineralischen Erzeugung setzt sich aus folgenden Einzelreihen zusammen (die Gewichte entsprechen den Werten der Gesamterzeugung 1923–1925): Fettkohle: 35,9; Magerkohle: 13,–; Rohpetroleum: 32,6; Eisenerz (v: Eisenerzversendungen); 5,5; Kupfer: 6,5; Blei: 2,8; Zink: 2,2; Silber: 1,5.

Der Index der industriellen Erzeugung ist eine gewogene Zusammenfassung der Einzelreihen des Index der Fabrik- und des Index der bergbaulichen Erzeugung. Er umfaßt „mittelbar oder unmittelbar“ fast 80 % der gesamten industriellen Erzeugung der U. S. A.

Ferner werden die Indexzahlen der Einzelreihen veröffentlicht.[2])

Indices der industriellen Beschäftigung.[3])

19. Der Index der Beschäftigung in den Fabriken (factory employment) enthält die Arbeiterzahl in den Fabriken, der Lohnsummenindex die an die Arbeiter gezahlten Lohnsummen (factory pay rolls).

Beide Indices haben als Basis den Monatsdurchschnitt von 1919. Sie sind gewogene Durchschnitte und beziehen sich auf 52 Industrien folgender Gruppen:

1. Metalle und Metallprodukte, 2. Textilien, 3. Nutzholz, 4. Eisenbahnfahrzeuge, 5. Automobile, 6. Papier und Druck, 7. Nahrungsmittel, 8. Leder und Ledererzeugnisse, 9. Stein, Keramik und Glas, 10. Tabakwaren, 11. Chemikalien und Apothekerwaren.

Sie werden aus den Berichten von etwa 9000 Betrieben mit ungefähr 2,8 Millionen Beschäftigten und einer wöchentlichen Lohnsumme von 75 Millionen Dollar nach dem Kettenverfahren berechnet. Die Gewichte sind auf Grund der Angaben über die gezahlten Löhne nach dem Zensus von 1919 und 1921 aufgestellt.[1]) Die Saisonschwankungen sind bei den beiden Ziffern nicht berücksichtigt.

Index der genehmigten Bauverträge (building contracts awarded), mit und ohne Ausschaltung der Saisonschwankungen.

Handelsstatistiken:

20. Großhandelsindex (index of wholesale trade),[2]) zusammengestellt auf Grund monatlicher Berichte von etwa 700 Firmen folgender Geschäftszweige:

1. Materialwaren (grocery), 2. Fleisch, 3. Schnittwaren (dry goods), 4. Schuhe, 5. Eisenwaren, 6. Chemikalien.

Dem Index liegt der Dollarwert der monatlichen Verkäufe zugrunde. Die Gewichte sind nach dem gesamten Werte der Erzeugung der betreffenden Handelszweige, und nach der Zahl der beschäftigten Personen innerhalb jedes Bundesreservedistrikts berechnet. Die Saisonbewegungen sind nicht ausgeschaltet.

Index der Eisenbahnfrachtmengen (railroad car loadings), Saisonschwankungen sind ausgeschaltet.

Die Scheckumsätze außerhalb New York City (Bank debits) unter Ausschaltung der Saisonschwankungen.

Die Lagerhaltung und den Geschäftsumfang, beides dem Werte nach, im weiteren Verlaufe der Verteilung zeigen die

Warenhausstatistiken:

Index der Lagerhaltung der Warenhäuser (department store stocks),

Index der Verkäufe der Warenhäuser (department store sales),

beide mit und ohne Berücksichtigung der Saisonschwankungen. Regelmäßige Berichte liegen aus 10 Bundesreservedistrikten vor, aus denen ein gewogenes Mittel berechnet wird.[3]) Ferner werden Indices der Verkäufe der Versandhäuser (mail-order houses) und der Kettenläden (chain stores) mit und ohne Ausschaltung der Saisonschwankungen veröffentlicht.[4])

21. Ist das im vorigen Abschnitt dargestellte Indexziffernsystem des Bundesreserveamts als Hilfsmittel der Diskontpolitik brauchbar? Zeigt es durch die Spannungen in den Bewegungen seiner Kurven den Zeitpunkt an, in dem ein Eingriff durch bankpolitische Maßnahmen nötig ist? Oder gibt es doch verläßliche Anzeichen für die Entwicklung der Wirtschaft

---

[1]) Der zugefügte Wert („value added to materials by manufacturing“) wurde aus den Zahlen des Census of manufactures auf folgende Weise ermittelt:* Die Fabriken hatten den Verkaufswert ihrer sämtlichen Erzeugnisse, auch der Nebenprodukte, anzugeben sowie die gesamten Kosten der Materialien, der Hilfs- und Brennstoffe und die auf allen diesen liegenden Frachten. Der den Rohstoffen „durch die Bearbeitung zugefügte Wert“ wurde durch die Subtraktion dieser Kosten vom Verkaufswert der Erzeugnisse errechnet. Er stellt also hauptsächlich die Summe der für die leitende und die ausführende Arbeit entstandenen Kosten zuzüglich Unternehmergewinn, Kapitalzins und Bodenrente dar. Indem man diesen zugefügten Wert als Bestimmungsmittel der Wichtigkeit (des Gewichts) der einzelnen Industriezweige benutzte, wertete man die einzelne Industrie nach dem Maßstabe, wie groß das aus ihr gezogene Einkommen aller am Erzeugungsverfahren beteiligten Klassen war.** Ein Fehler ist, daß bei den Produktionskosten die festen Kapitalgüter nicht berücksichtigt sind; der von diesen als früher geleisteter Arbeit an die neuen Erzeugnisse abgegebene Wert — der privatwirtschaftlich durch die Abschreibung ausgedrückt wird — hätte ebenfalls vom Verkaufswert abgezogen werden müssen. Bei der ausgeführten Berechnungsart ist der zugefügte Wert um den entsprechenden Anteil des Produktionsmittelwerts zu groß. Der richtigen Berechnung aber stehen zu große Schwierigkeiten gegenüber. (*Meerwarth, Einführung, S. 122 ff., 129 ff. **Diese Formulierung verdanke ich Herrn Professor Meerwarth.) — [2]) Einzelheiten s. Federal Reserve Bulletin 1927, Februar und März. Die Zahlen von 1919 bis 1926: XIII. Jahresbericht S. 201 ff. — [3]) Einzelheiten: Federal Reserve Bulletin 1925 S. 324.

[1]) Das Bundesreserveamt hält die Lohnsummen für wesentlich empfindlicher für Schwankungen der Geschäftslage als die Statistik der Anzahl der Beschäftigten, da in Aufschwungzeiten zuerst mit gleichbleibender Arbeiterzahl die höheren Anforderungen durch bezahlte Überstunden erledigt werden, während in Zeiten schlechten Geschäftsganges mehr Arbeiter als an sich nötig durchgehalten werden, die Arbeitszeit und damit die Löhne aber den verminderten Anforderungen entsprechend gekürzt werden. Ferner gibt dieser Index gewisse Hinweise auf den Kreditbedarf der Industrie, die Größe der Erzeugung, die Nachfrage nach Konsumgütern, und zwar deutlicher, als sie der Index der beschäftigten Zahl aus den angeführten Gründen vermitteln kann. — [2]) Einzelheiten im Federal Reserve Bulletin 1923 S. 439, 1924 S. 17 ff. — [3]) Federal Reserve Bulletin 1923 S. 171 ff. — [4]) Federal Reserve Bulletin Januar und März 1924.

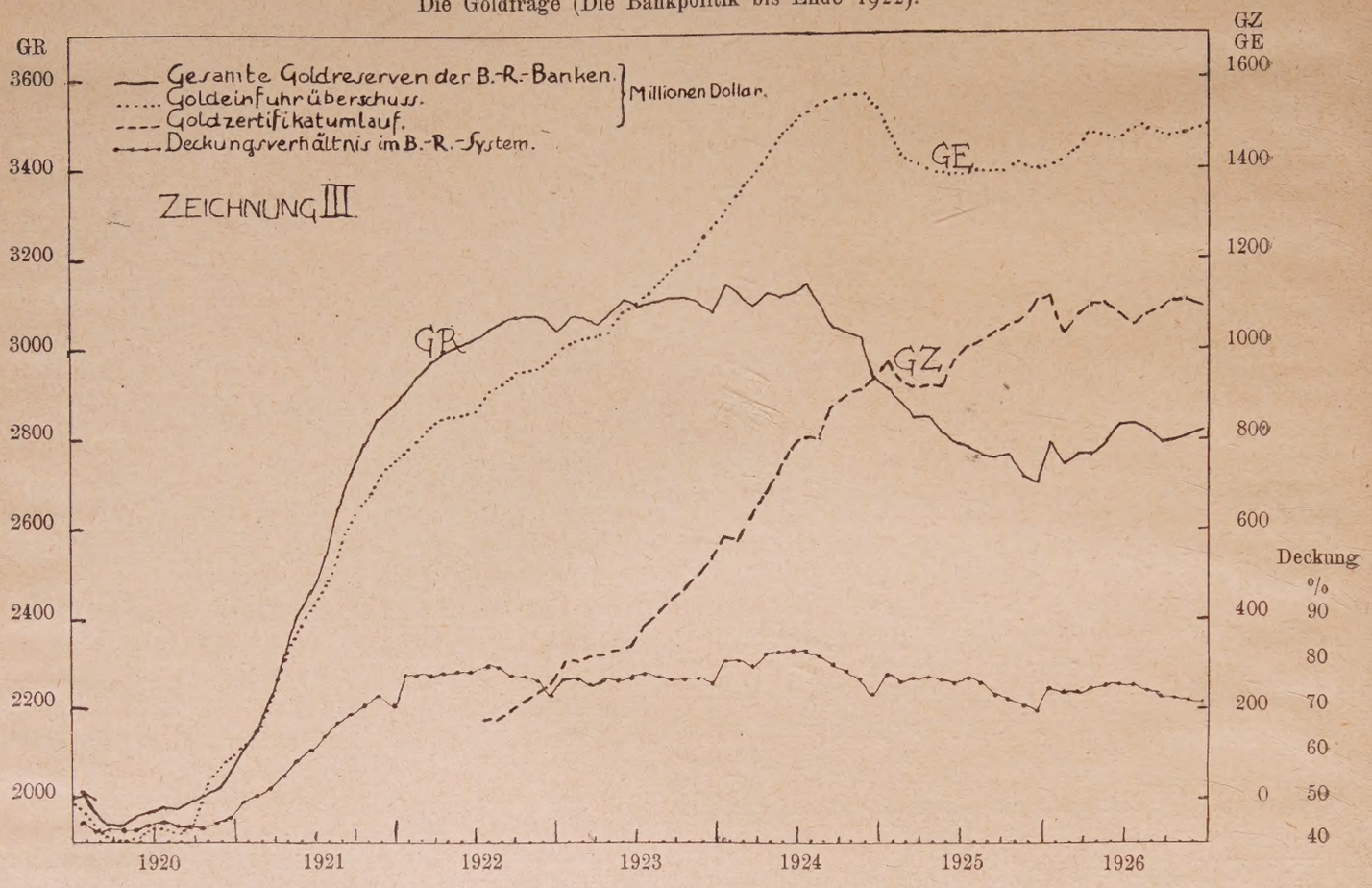
anf eine Lage hin, die zu einer Krise führen könnte? Und spiegelt es den Erfolg eines Eingriffs in den Geldmarkt, seine Wirkung auf Menge und Tempo der Gütererzeugung und Güterverteilung?[1])

Die Antwort auf diese Fragen zu geben, soll durch die Schilderung der Diskontpolitik des Bundesreservesystems versucht werden.[2])

[1]) Die Frage, ob die einzelnen Indices umfassend genug sind, um repräsentativ zu sein, soll nicht weiter geprüft werden. — [2]) Wir benutzen hierfür nicht das geschilderte, nach dem letzten Stande wiedergegebene Indexziffernsystem, sondern die im Jahre 1923 vorhandenen Indexreihen. Das bedeutet vor allem, daß an die Stelle des Erzeugungsindex die Indices der Erzeugung in den grundlegenden Industrien (Production in basic industries) und die alten Indices der mineralischen, der Fabrikerzeugung und der Bewegungen landwirtschaftlicher Erzeugnisse zum Markt (Agricultural movements) treten. Ferner wird der 1926 aufgegebene Großhandelspreisindex, der leichteren Vergleichbarkeit halber auf die Basis 1919 umgerechnet, benutzt.

§ 2. Die Bankpolitik.

Die Goldfrage (Die Bankpolitik bis Ende 1922).



GR: Gesamte Goldreserven des Bundesreservesystems.
GZ: Goldzertifikate im Umlauf.
D: Deckungsverhältnis (Verhältnis der Goldreserven zum Notenumlauf und den Depositenverbindlichkeiten) beim Bundesreservesystem.
GE: Goldeinfuhrüberschuß.

(Tab. 1)		Gesamte Goldreserven des Bundesreservesystems	Goldzertifikate im Umlauf, am 1. des Monats	Deckungsverhältnis beim Bundesreservesystem	Goldeinfuhrüberschuß (— = Ausfuhrüberschuß)
		Beträge in Millionen Dollar am letzten Tage des Monats.			
1920	1	2 012	—	44,5	— 35,7
	2	1 966	—	42,5	— 38,4
	3	1 934	—	42,7	— 30,0
	4	1 936	—	42,4	3,8
	5	1 953	—	42,7	8,1
	6	1 969	—	43,6	21,4
	7	1 977	—	44,2	— 2,0
	8	1 971	—	43,2	— 9,6
	9	1 989	—	43,6	21,9
	10	2 003	—	43,1	90,8
	11	2 023	—	44,4	37,0
	12	2 059	—	45,4	27,6
1921	1	2 103	—	49,0	30,9
	2	2 148	—	50,1	41,5
	3	2 221	—	52,0	86,5
	4	2 322	—	54,8	80,2
	5	2 408	—	58,1	57,1
	6	2 467	—	60,8	42,8
	7	2 543	—	63,7	60,5
	8	2 641	—	66,8	84,2

(Noch: Tab. 1)		Gesamte Goldreserven des Bundesreservesystems	Goldzertifikate im Umlauf, am 1. des Monats	Deckungsverhältnis beim Bundesreservesystem	Goldeinfuhrüberschuß (— = Ausfuhrüberschuß)
		Beträge in Millionen Dollar am letzten Tage des Monats.			
1921	9	2 728	—	68,8	63,6
	10	2 791	—	70,6	39,5
	11	2 849	—	72,7	50,6
	12	2 874	—	70,2	29,5
1922	1	2 908	—	77,2	25,7
	2	2 946	—	77,1	27,0
	3	2 974	—	77,1	32,5
	4	2 996	—	77,8	10,6
	5	3 007	—	78,0	5,5
	6	3 021	—	77,9	11,3
	7	3 047	173	79,9	42,3
	8	3 061	171	79,3	18,1
	9	3 077	193	77,0	23,0
	10	3 079	214	77,0	3,2
	11	3 072	233	76,4	14,8
	12	3 047	253	72,7	23,7
1923	1	3 075	302	76,9	24,3
	2	3 072	301	76,2	6,9
	3	3 059	314	75,3	5,5
	4	3 082	319	76,4	8,5

(Noch: Tab. 1)		Gesamte Goldreserven des Bundesreservesystems	Goldzertifikate im Umlauf, am 1. des Monats	Deckungsverhältnis beim Bundesreservesystem	Goldeinfuhrüberschuß (— Ausfuhrüberschuß)
		Beträge in Millionen Dollar am letzten Tage des Monats.			
1923	5	3 112	328	76,0	45,3
	6	3 095	338	76,7	18,8
	7	3 100	386	77,6	27,4
	8	3 105	411	77,0	30,6
	9	3 112	441	76,3	26,9
	10	3 111	465	76,3	24,4
	11	3 101	500	76,4	39,0
	12	3 080	533	75,3	31,9
1924	1	3 142	582	80,8	44,8
	2	3 119	571	80,4	34,6
	3	3 094	633	79,7	33,5
	4	3 120	687	82,0	44,0
	5	3 112	726	82,5	40,4
	6	3 128	779	82,7	24,9
	7	3 143	801	82,6	18,5
	8	3 089	800	81,4	15,7
	9	3 046	872	79,5	2,0
	10	3 036	898	78,1	15,5
	11	3 025	904	76,2	13,1
	12	2 936	933	73,0	— 29,4
1925	1	2 909	970	77,1	— 68,4
	2	2 878	929	75,4	— 46,9
	3	2 847	913	76,6	— 17,7
	4	2 848	914	76,9	— 12,7
	5	2 816	918	76,0	— 1,9
	6	2 790	972	75,7	— 2,2
	7	2 782	1 004	76,6	5,7
	8	2 767	1 014	75,2	2,7
	9	2 759	1 036	72,5	— 2,6
	10	2 763	1 050	71,5	22,7
	11	2 715	1 067	70,1	— 13,9
	12	2 701	1 108	69,0	1,2
1926	1	2 794	1 114	74,6	16,2
	2	2 745	1 036	73,2	21,5
	3	2 766	1 076	73,4	39,1
	4	2 768	1 089	74,3	— 4,7
	5	2 796	1 099	74,9	— 6,4
	6	2 834	1 074	75,3	15,5
	7	2 833	1 057	75,0	14,7
	8	2 820	1 072	73,9	— 17,7
	9	2 792	1 086	72,8	— 7,0
	10	2 799	1 101	72,1	7,7
	11	2 809	1 101	71,9	9,0
	12	2 818	1 096	71,4	9,7

22. Infolge der eigentümlichen Rolle, die das Gold heute im Wirtschaftssystem der Vereinigten Staaten spielt, halte ich es für angebracht, mit der Betrachtung der Politik des Bundesreservesystems dem Golde gegenüber in einem früheren Zeitpunkte einzusetzen, als die Erscheinungen selbst auftreten, deren Untersuchung Gegenstand dieser Arbeit ist.[1])

Seit dem Ausbruche des Krieges in Europa flossen große Mengen Gold nach Amerika. In der Zeit vom 1. August 1914 bis zum 31. Dezember 1918 betrug der Goldeinfuhrüberschuß 1 071 Millionen Dollar. Dieser ungeheure Goldzufluß, die Methoden der Kriegsfinanzierung und die Kredite, die während des Krieges und nach Waffenstillstand an Europa gegeben waren und die meist in Amerika selbst verwandt wurden, führten zur Inflation und zur Hochkonjunktur. Diese wurde durch die Deckung des im Kriege erwachsenen Bedarfes verstärkt. Das Bundesreservesystem konnte bis zum Herbst 1919 die Diskontsätze nicht erhöhen, damit die Deckung des immer noch starken staatlichen Geldbedarfs nicht erschwert wurde. Auch danach noch waren die ersten Erhöhungen gering; so setzte die Bundesreservebank in New York am 19. November 1919 den Satz von 4 % auf 4½ % hinauf. Erst im Herbst 1920 brach die Inflationshochkonjunktur zusammen. Es ist anzunehmen, daß das Bundesreserveamt diesen Zusammenbruch gewollt und durch die scharfen Erhöhungen des Diskontsatzes — bis auf 7 % am 1. Mai 1920 in New York — herbeigeführt hat. Das Amt wendet sich zwar in seinen Veröffentlichungen gegen diese Vermutung. Auch seine Beamten, z. B. Harding und Strong, leugnen einen Einfluß der Bankrate auf die Preise, als die im Jahre 1921 zur Klärung der Vorgänge der Deflationszeit eingesetzte Joint Commission of Agricultural Inquiry sie verhört.[1])

Im Federal Reserve Bulletin von 1922 (Seite 1) wird freilich zugestanden, daß die Zusammenhänge so verwickelt seien, daß man auch anderer Ansicht sein könne. Diese Haltung erklärt sich daraus, daß der Gedanke, daß die Banken die Entwickelung des Wirtschaftslebens im Sinne einer Stabilisierung oder Senkung des Preisniveaus beeinflussen könnten oder gar sollten, in Amerika höchst unpopulär war; er wurde fast ausschließlich von der Wissenschaft vertreten. Das Bundesreserveamt gab deshalb niemals zu, etwas Derartiges versucht oder bewirkt zu haben.[2]) In den Jahren 1919 und 1920 verlor das Bundesreserveamt infolge der Aufhebung des Goldausfuhrverbotes und hauptsächlich durch starke Wareneinfuhren aus Ostasien und Südamerika einen Teil seiner Goldreserven. Das Deckungsverhältnis ging, auf das System bezogen, fast bis zur gesetzlichen Grenze hinunter; einzelne Reservebanken unterschritten diese Grenze. In den Jahren 1921 bis 1922 aber wurden 905 Millionen Dollar Gold eingeführt. Dies Gold fand, wie alles Gold, seinen Weg in die Keller der Bundesreservebanken. Die Münze kauft nämlich alles Gold bei der Einfuhr auf und bezahlt es mit Goldzertifikaten.[3]) Mit diesen wurden die Schulden bei den Mitgliedsbanken abgetragen, die ihrerseits einen entsprechenden Betrag ihrer Verschuldung bei den Reservebanken abdeckten. Die Reservebanken behalten entweder die Zertifikate oder übernehmen das Gold von der Münze.

23. Um eine Wiederholung der Inflationserscheinungen zu verhüten, mußte das Gold in den Reservebanken zurückgehalten werden. Einzelne Reservebanken hatten zwar die Absicht, Gold in den Verkehr zu bringen, um nicht große totliegende Reserven anhäufen zu lassen, doch gab das Federal Advisory Council in der Sitzung vom 17. Mai 1921 dem Federal Reserve Board den Rat, Gold nicht auszahlen zu lassen; hohe Reserven seien keine Gefahr; 60 bis 70 % Deckung seien vor dem Kriege üblich gewesen. Die Reservebanken seien nicht wegen des Verdienstes da, sondern zum allgemeinen Wohle. Besondere Gewinne der Reservebanken sollten benutzt werden, um die Deckung der Legal-tender-Noten auf 100 % zu bringen (8. Jahresbericht Seite 685 ff). Die Formulierung der „Empfehlung“ (Recommendation), die das Advisory Council am 28. April 1922 gab, zeigt, daß man inzwischen der Ziele sicherer geworden war und als Mittel ihrer Durchführung die Politik der Goldzurückhaltung und Reservenansammlung geeignet befunden hatte. In dieser Empfehlung heißt es u. a.: „Wir halten es für eine gesunde Politik der Bundesreservebanken, die Verwahrungsstellen des Goldes des Landes zu sein . . . Es ist einer der obersten Grundsätze der Währungsreform, daß das Gold des Landes in den Bundesreservebanken mobil gemacht wird. Die Lage in der Welt ist im Augenblick so unklar, daß man nicht vorhersehen kann, welchen Gebrauch man von dem Golde wird machen können . . . . Im Falle der Not ist das Land in viel stärkerer Stellung, wenn das Gold in den Gewölben der Bundesreservebanken mobilisiert ist, als wenn es als Umlaufsmittel in den Händen des Volkes zerstreut ist“ (9. Jahresbericht Seite 407).

[1]) Vergl. hierzu auch Herrmann, Die Zukunft des Goldes, Kap. 3—8.

[1]) Beckhart, a. a. O. Seite 524. — [2]) Siehe auch den 11. Jahresbericht Seite 278: Die Veröffentlichung von Statistiken in ausführlicherer Form als üblich wird als unzuträglich empfunden, da die Gegner des Systems darin einen Versuch zur Konjunkturbeeinflussung sehen könnten. Ferner 3. Kap. § 1. — [3]) Ferner müssen die Mitgliederbanken einen Teil ihrer Reserven bei den Bundesreservebanken in Verwahrung geben.

Ein geringer Teil des Goldes ging freilich infolge unmittelbarer Auszahlung durch den Staat in den Umlauf über, doch konnte das Federal Reserve Board in den Jahren 1921 bis 1922 seine Goldreserven um 998 Millionen auf 3047 Millionen Dollar vermehren; das Deckungsverhältnis betrug Ende Dezember 1922 72,3 %.

24. Im Laufe des Jahres 1922 hatte die amerikanische Wirtschaft sich wieder von der Inflationskrise erholt. Der Bedarf an Zahlungsmitteln begann wieder zu steigen, und im Zusammenhang damit änderte das Federal Reserve Board seine Goldpolitik. Ganz besonders war es darauf bedacht, das Deckungsverhältnis möglichst niedrig erscheinen zu lassen, um bei stärkerer Beanspruchung die Kreditsuchenden auf die Gefährdung der Reserven hinweisen zu können.[1]) Durch die Auszahlung von Gold wird das Deckungsverhältnis ja deswegen besonders geschwächt, weil je 40 Dollar Gold eine mögliche Notenausgabe von 100 Dollar gegenübersteht.[2])

Die Kurve GR der Zeichnung III zeigt, daß schon von Mitte 1922 an die Vermehrung der Goldreserven in langsamerem Tempo und mit gelegentlichen kleinen Rückschlägen erfolgt. Der Umlauf an Goldzertifikaten (Kurve GZ) steigt im gleichen Maße wie die Einfuhr von Gold (Kurve GE). Das neu eingeführte Gold ging also restlos in den Umlauf über.[3]) Die Reserven der Reservebanken wurden nicht mehr vermehrt; dagegen hatten die Mitgliederbanken nunmehr größere Reserven zur Verfügung. Sie hatten dadurch die Möglichkeit, ihren Kunden Kredite zu gewähren, ohne selbst bei den Reservebanken sich erst die Mittel beschaffen zu müssen. Aus diesem Abströmen des Goldes in den Verkehr erklärt sich auch, weshalb in einer Zeit steigender Geschäftstätigkeit der Umlauf an Bundesreservenoten sich verringern konnte.

Die Bankpolitik seit 1923.

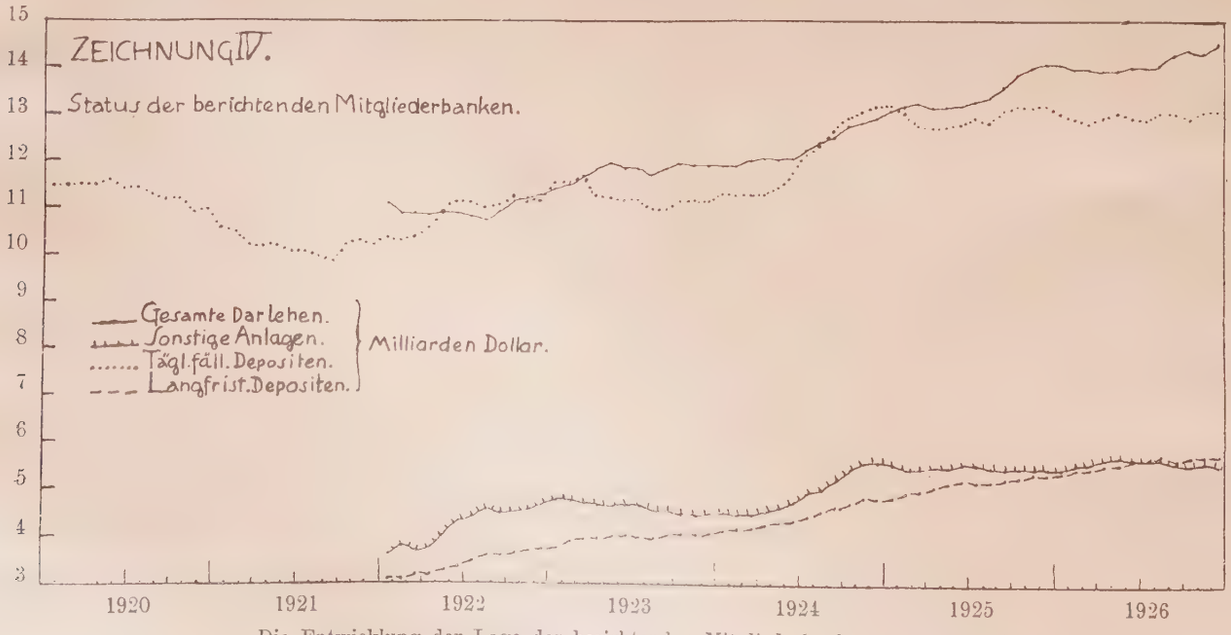
Die Politik des Bundesreservesystems seit 1923 ist im wesentlichen eine Fortsetzung des Kampfes gegen die Inflationsgefahren des Goldzuflusses mit anderen Mitteln als der Aufspeicherung des Goldes. Denn in dem Augenblick, da die Mitgliedbanken ihre Schulden bei den Reservebanken abgedeckt und sich selbst Guthaben geschaffen hatten, verloren die Reservebanken die Möglichkeit einer unmittelbaren Beeinflussung des Goldes. Ausgehend von einer vermehrten Bautätigkeit, erweitertem Gebrauch von Automobilen und dem Ausbau von Eisenbahnen, die infolge des sehr starken Preissturzes im Herbst 1920 sehr günstige Bedingungen fanden[1]) [2]), war das Geschäftsleben wieder in eine allgemein günstige Konjunktur eingetreten. Bis zum Anfang des Jahres 1923 hatte sich eine regelrechte Hausse entwickelt, an deren Spitze die erwähnten Industrien standen[3]). Das Bundesreservesystem hatte sich dieser seit Mitte 1922 anlaufenden Konjunkturentwicklung gegenüber zunächst völlig passiv verhalten. Da die Mitgliederbanken infolge des Goldzuflusses reichliche Mittel zur Kreditgewährung zur Verfügung hatten, drückte die Belebung des Geschäftsverkehrs und der daraus entspringende Mehrbedarf an Kredit sich nicht in einer wesentlichen Zunahme der zinsbringenden Anlagen der Bundesreservebanken aus, sondern allein in einem Steigen der Darlehen der Mitgliedsbanken selbst. Ebensowenig stieg aus erwähnten Gründen der Notenumlauf des Bundesreservesystems merkbar an. Das Deckungsverhältnis betrug immer mehr als 70 %. Vom rein banktechnischen Standpunkt aus gesehen, gab die Entwicklung dem Bundesreserveamt keinen Anlaß, die Konjunkturentwicklung zu bremsen.[4]) In den Zeichnungen IV, V und VI ist die Entwicklung bei den Mitgliedsbanken, beim Bundesreservesystem und die der Zinssätze dargestellt.

---

[1]) S. Monthly Bank letters 1924 Juli, Seite 101, und den Aufsatz von Hayeck in Zeitschrift für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik 1925. — [2]) Das Amt ging in dieser Bestrebung so weit, daß es durch einen seiner Beamten, Governor Platt, erklären ließ, daß es das Wiederaufleben des Brauches, Goldstücke zu Weihnachten zu verschenken, gern sehen würde (Beckhart Seite 502). — [3]) Seit Mitte 1922 hört also die Aufspeicherung von Gold auf, in der Keynes den Kern der amerikanischen Währungspolitik sieht. (Vergl. Traktat Seite 89, 171, 179, 202, 204).

[1]) Großhandelspreisindexziffer des Bundesreserveamts (Basis 1913): Mai 1920: 269; Juni 1921: 143. — [2]) Luft, Die gestaltenden Kräfte in der amerikanischen Wirtschaftsentwicklung, Weltwirtsch. Arch. 1925, S. 331 ff — [3]) Die Bewegungen der Preise, des Geldumlaufs usw. sind in den Zeichnungen IV. ff. dargestellt.

Der Harvard-Wirtschaftsdienst stellte im ersten Wochenbrief 1923 fest: „Wir stehen in der Nähe der Mitte eines einigermaßen normalen Konjunkturcyklus", und erwartete einen weiteren Aufschwung wenigstens für die erste Hälfte, vielleicht auch für den Rest des Jahres. — [4]) Diese passive Haltung des Bundesreserveamtes wurde ihm später von einigen Seiten zum Vorwurf gemacht (Beckhart a. a. O. S. 502 ff.). Im zehnten Jahresbericht verteidigt sich das Amt mit der Erklärung, daß es seine Ansicht gewesen sei, die Vermehrung der Kredite sei durch die steigende Produktion und den Konsum gerechtfertigt; nur geringe Zeichen spekulativer Tätigkeit seien vorhanden gewesen, was als genügender Beweis dafür gelten könne, daß der Kredit nicht zu unwirtschaftlichen Zwecken benutzt worden sei.



Die Entwicklung der Lage der berichtenden Mitgliederbanken. 1919—1926

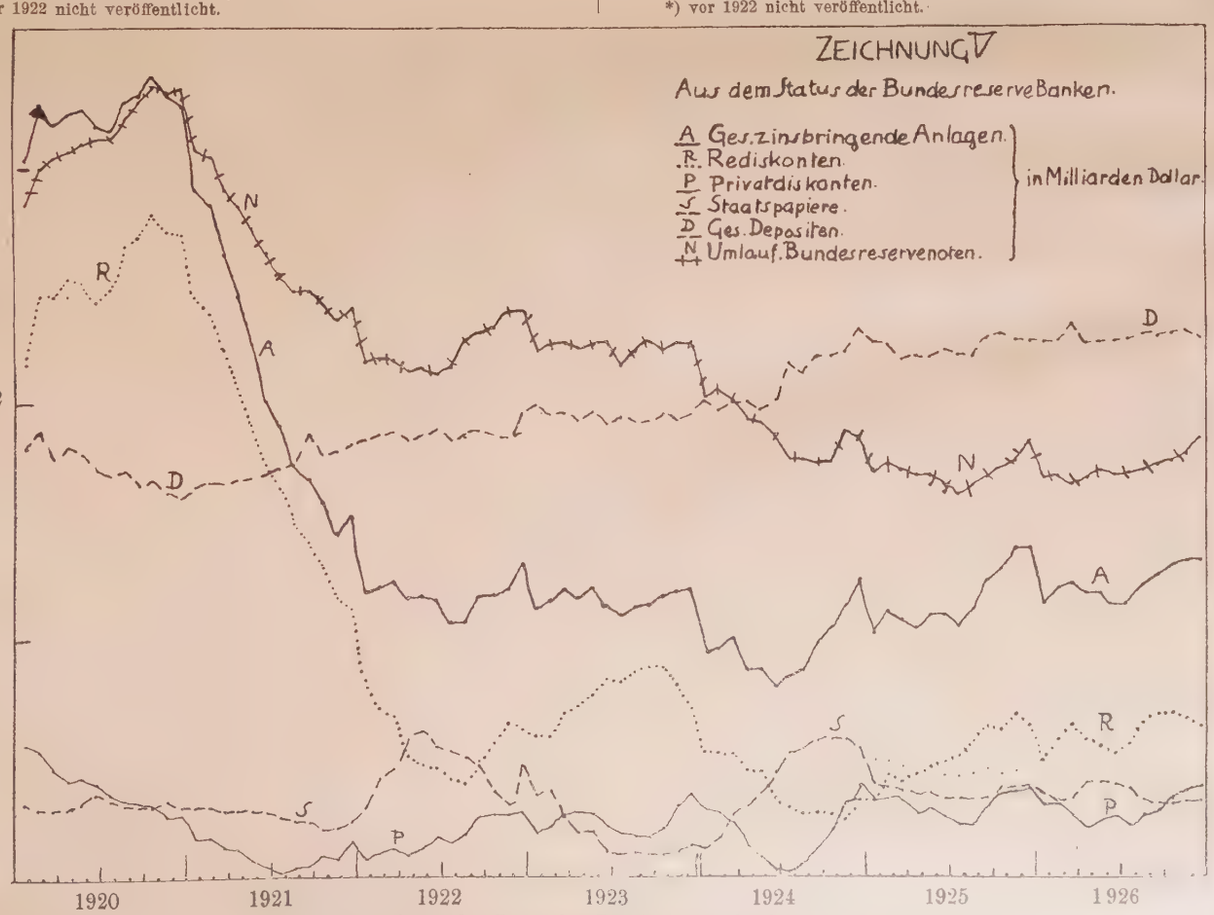
Das Zahlenmaterial zu Zeichnung IV. Aus den Jahresberichten des Bundesreserveamts.

(Tab. 2)		Gesamte Darlehen (total loans) *)	Sonstige Anlagen (investments) *)	Tägl. fällige Depositen (demand deposits)	Langfristige Depositen (time deposits) *)
Monatsdurchschnitt in Millionen Dollar. Reporting member banks in leading cities. Quelle: XIII. Ann. Rep. Seite 164.					
1920	1	—	—	11 481	—
	2	—	—	11 463	—
	3	—	—	11 495	—
	4	—	—	11 463	—
	5	—	—	11 561	—
	6	—	—	11 347	—
	7	—	—	11 401	—
	8	—	—	11 252	—
	9	—	—	11 160	—
	10	—	—	11 172	—
	11	—	—	10 892	—
	12	—	—	10 941	—
1921	1	—	—	10 642	—
	2	—	—	10 494	—
	3	—	—	10 185	—
	4	—	—	10 138	—
	5	—	—	10 153	—
	6	—	—	10 046	—
	7	—	—	10 002	—
	8	—	—	9 967	—
	9	—	—	9 865	—
	10	—	—	10 192	—
	11	—	—	10 269	—
	12	—	—	10 174	—
1922	1	11 061	3 587	10 361	3 017
	2	10 882	3 760	10 274	3 034
	3	10 891	3 680	10 385	3 113
	4	10 855	3 786	10 581	3 153
	5	10 897	4 025	10 913	3 225
	6	10 874	4 322	11 132	3 324
	7	10 806	4 402	11 107	3 488
	8	10 786	4 541	11 001	3 570
	9	10 910	4 490	11 070	3 578
	10	11 180	4 506	11 223	3 599
	11	11 236	4 535	11 116	3 649
	12	11 279	4 682	11 140	3 695
1923	1	11 495	4 795	11 555	3 728
	2	11 529	4 754	11 517	3 749
	3	11 722	4 703	11 278	3 904
	4	11 841	4 664	11 209	3 966

*) vor 1922 nicht veröffentlicht.

(Noch: Tab. 2)		Gesamte Darlehen (total loans) *)	Sonstige Anlagen (investments) *)	Tägl. fällige Depositen (demand deposits)	Langfristige Depositen (time deposits) *)
Monatsdurchschnitt in Millionen Dollar. Reporting member banks in leading cities. Quelle: XIII. Ann. Rep. Seite 164.					
1923	5	11 915	4 633	11 217	3 984
	6	11 818	4 672	11 172	3 996
	7	11 820	4 647	11 193	3 981
	8	11 704	4 567	10 964	3 980
	9	11 844	4 532	10 989	4 011
	10	11 952	4 519	11 105	4 022
	11	11 913	4 481	11 167	4 032
	12	11 933	4 504	11 125	4 058
1924	1	11 923	4 506	11 296	4 111
	2	11 917	4 490	11 270	4 152
	3	12 027	4 485	11 277	4 203
	4	12 079	4 535	11 295	4 255
	5	12 014	4 630	11 420	4 310
	6	12 068	4 756	11 768	4 366
	7	12 210	4 918	12 109	4 463
	8	12 406	5 043	12 389	4 546
	9	12 542	5 224	12 623	4 607
	10	12 780	5 461	12 930	4 725
	11	12 833	5 593	13 074	4 836
	12	12 993	5 583	13 178	4 826
1925	1	13 091	5 537	13 197	4 861
	2	13 135	5 421	13 015	4 927
	3	13 209	5 426	12 862	4 976
	4	13 166	5 490	12 738	5 057
	5	13 139	5 475	12 737	5 139
	6	13 193	5 517	12 799	5 172
	7	13 279	5 502	12 916	5 167
	8	13 357	5 478	12 825	5 189
	9	13 596	5 443	12 886	5 201
	10	13 865	5 453	13 080	5 270
	11	14 005	5 431	13 180	5 343
	12	14 095	5 451	13 167	5 326
1926	1	14 051	5 450	13 190	5 371
	2	13 968	5 481	13 015	5 417
	3	13 973	5 555	12 912	5 465
	4	13 919	5 571	12 825	5 530
	5	13 934	5 647	12 947	5 559
	6	14 000	5 691	13 067	5 610
	7	14 006	5 655	12 958	5 679
	8	14 079	5 623	12 893	5 709
	9	14 269	5 622	13 020	5 688
	10	14 374	5 586	13 023	5 716
	11	14 324	5 549	12 949	5 770
	12	14 420	5 532	13 042	5 783

*) vor 1922 nicht veröffentlicht.

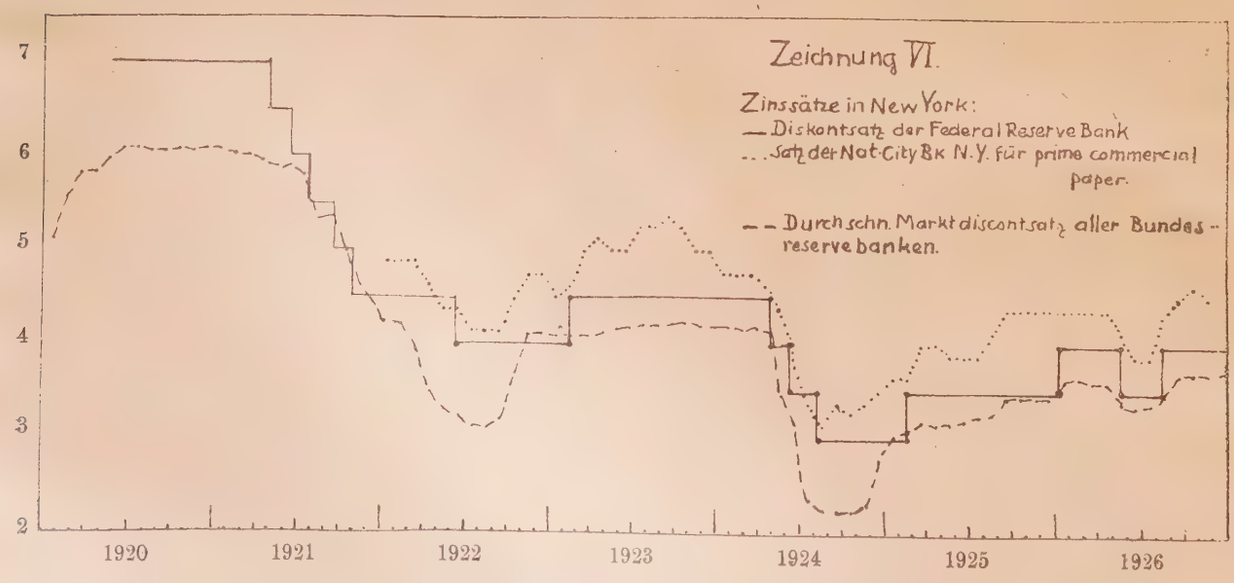


Die Entwicklung der Lage der Bundesreservebanken 1919—1926.

Das Zahlenmaterial zu Zeichnung V. Aus den Jahresberichten des Bundesreserveamts.

(Tab. 3)		Gesamte zinsbringende Anlagen (total bills and securities)	Rediskonten (bills discounted	Privatdiskonten (bills bought in open market)	Staatspapiere	Gesamte Depositen	Federal-Reserve-Noten im Umlauf
Quelle: XIII. Ann. Rep. Seite 40ff. Am letzten Tage des Monats in Millionen Dollar.							
1920	1	3 039	2 174	561	303	1 806	2 850
	2	3 279	2 453	531	294	1 884	3 019
	3	3 191	2 449	451	289	1 772	3 048
	4	3 235	2 535	407	293	1 812	3 074
	5	3 244	2 519	418	306	1 794	3 107
	6	3 183	2 431	399	352	1 722	3 116
	7	3 162	2 491	245	325	1 697	3 120
	8	3 289	2 667	321	300	1 717	3 203
	9	3 309	2 704	307	297	1 658	3 279
	10	3 396	2 801	298	296	1 674	3 351
	11	3 303	2 735	247	320	1 623	3 325
	12	3 263	2 719	255	288	1 604	3 344
1921	1	2 907	2 457	163	287	1 650	3 083
	2	2 841	2 389	169	282	1 670	3 048
	3	2 629	2 233	119	276	1 784	3 904
	4	2 453	2 076	109	267	1 732	2 844
	5	2 249	1 907	75	266	1 670	2 751
	6	2 050	1 751	40	259	1 675	2 648
	7	1 903	1 641	17	244	1 683	2 549
	8	1 757	1 491	35	230	1 690	2 481
	9	1 685	1 413	45	227	1 704	2 482
	10	1 591	1 313	86	192	1 732	2 421
	11	1 459	1 182	72	204	1 742	2 366
	12	1 523	1 144	145	233	1 876	2 409
1922	1	1 207	838	74	293	1 790	2 179
	2	1 214	712	93	407	1 799	2 196
	3	1 241	680	105	455	1 834	2 194
	4	1 187	510	90	587	1 849	2 169
	5	1 193	471	48	603	1 870	2 141
	6	1 177	461	161	555	1 883	2 152
	7	1 082	406	140	536	1 846	2 132
	8	1 084	397	180	507	1 874	2 155
	9	1 190	463	244	482	1 897	2 268
	10	1 197	576	258	362	1 875	2 301
	11	1 213	650	259	304	1 860	2 329
	12	1 326	617	272	436	1 973	2 395
1923	1	1 139	597	188	353	1 991	2 203
	2	1 166	595	207	363	1 952	2 246
	3	1 212	698	263	250	1 961	2 247
	4	1 181	724	271	185	1 926	2 235

(Noch: Tab. 3)		Gesamte zinsbringende Anlagen (total bills and securities)	Rediskonten (bills discounted)	Privatdiskonten (bills bought in open market)	Staatspapiere	Gesamte Depositen	Federal-Reserve-Noten im Umlauf
Quelle: XIII. Ann. Rep. Seite 40ff. Am letzten Tage des Monats in Millionen Dollar.							
1923	5	1 221	770	258	191	1 964	2 245
	6	1 144	836	205	101	1 914	2 253
	7	1 107	825	183	98	1 936	2 177
	8	1 138	864	171	101	1 911	2 226
	9	1 153	883	173	96	1 912	2 267
	10	1 180	883	204	91	1 958	2 224
	11	1 207	803	300	104	1 919	2 252
	12	1 211	723	354	133	1 959	2 246
1924	1	944	532	286	126	2 010	2 026
	2	962	528	267	165	1 964	2 042
	3	1 009	517	228	262	2 006	2 002
	4	873	447	124	301	2 005	1 926
	5	874	441	79	352	1 974	1 911
	6	802	333	36	431	2 010	1 860
	7	840	293	23	522	2 168	1 763
	8	876	274	58	542	2 128	1 763
	9	985	276	131	576	2 197	1 745
	10	1 052	264	200	584	2 194	1 799
	11	1 141	242	313	583	2 208	1 874
	12	1 249	314	387	540	2 310	1 862
1925	1	1 028	311	313	390	2 257	1 705
	2	1 124	415	315	379	2 246	1 748
	3	1 083	397	312	360	2 183	1 713
	4	1 051	429	261	348	2 195	1 690
	5	1 100	451	287	348	2 195	1 691
	6	1 099	480	253	353	2 224	1 650
	7	1 054	566	207	328	2 191	1 615
	8	1 129	577	212	330	2 189	1 645
	9	1 257	633	268	342	2 267	1 685
	10	1 296	616	346	326	2 284	1 722
	11	1 391	679	358	341	2 269	1 757
	12	1 395	635	374	374	2 257	1 838
1926	1	1 147	484	301	351	2 254	1 688
	2	1 215	576	300	327	2 260	1 689
	3	1 225	632	249	329	2 323	1 656
	4	1 187	571	209	393	2 245	1 679
	5	1 195	548	237	396	2 255	1 709
	6	1 158	515	249	385	2 259	1 697
	7	1 158	566	215	371	2 263	1 699
	8	1 224	641	257	321	2 287	1 709
	9	1 269	681	280	304	2 279	1 731
	10	1 316	690	322	300	2 294	1 756
	11	1 335	662	364	306	2 299	1 781
	12	1 335	636	380	314	2 275	1 850



Die Entwicklung einiger Zinssätze. 1920—1926

Zahlenmaterial zu Zeichnung VI. Quellen für 1 und 3: Jahresberichte des Bundesreserveamts; für 2: Commerce Monthly.

(Tab. 4)

		Diskontsatz der Bundesreservebank in New York	Privatdiskontsatz Federal-Reserve-Bank Durchschnitt	Marktsatz i. New York (Satz d. National City Bank of New York für prime commercial paper)
1920	1	—	5,10	—
	2	—	5,53	—
	3	—	5,80	—
	4	—	5,82	—
	5	—	5,96	—
	6	1. 7	6,07	—
	7	—	6,06	—
	8	—	6,04	—
	9	—	6,04	—
	10	—	6,05	—
	11	—	6,45	—
	12	—	6,08	—
1921	1	—	6,05	—
	2	—	6,01	—
	3	—	6,01	—
	4	—	5,94	—
	5	5. $6^1/_2$	5,88	—
	6	16. 6	5,88	—
	7	21. $5^1/_2$	5,70	—
	8	—	5,31	—
	9	22. 5	5,35	—
	10	—	4,97	—
	11	3. $4^1/_2$	4,60	—
	12	—	4,41	—
1922	1	—	4,28	$4^3/_4$—5
	2	—	4,21	$4^3/_4$—5
	3	—	3,92	$4^3/_4$—5
	4	—	3,48	$4^1/_2$—$4^3/_4$
	5	—	3,28	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	6	22. 4	3,22	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	7	—	3,13	4 —$4^1/_4$
	8	—	3,10	4 —$4^1/_4$
	9	—	3,19	4 —$4^1/_4$
	10	—	3,68	$4^1/_2$
	11	—	4,10	$4^3/_4$
	12	—	4,11	$4^3/_4$
1923	1	—	4,09	$4^1/_2$
	2	23. $4^1/_2$	4,08	$4^1/_2$—$4^3/_4$
	3	—	4,09	5
	4	—	4,12	5 —$5^1/_4$
	5	—	4,16	5
	6	—	4,18	5
	7	—	4,20	$5^1/_4$
	8	—	4,20	$5^1/_4$
	9	—	4,21	$5^1/_4$—$5^1/_2$
	10	—	4,21	$5^1/_4$
	11	—	4,19	5
	12	—	4,18	5
1924	1	—	4,18	$4^3/_4$
	2	—	4,16	$4^3/_4$
	3	—	4,16	$4^3/_4$
	4	—	4,14	$4^1/_2$—$4^3/_4$
	5	1. 4	3,48	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	6	12. $3^1/_2$	3,15	4
	7	—	2,35	$3^1/_4$—$3^1/_2$
	8	8. 3	2,25	3 —$3^1/_4$
	9	—	2,23	$3^1/_4$—$3^1/_2$
	10	—	2,20	$3^1/_4$
	11	—	2,32	$3^1/_4$—$3^1/_2$
	12	—	2,79	$3^1/_4$—$3^3/_4$
1925	1	—	3,01	$3^1/_2$—$3^3/_4$
	2	27. $3^1/_2$	3,08	$3^1/_2$—$3^3/_4$
	3	—	3,18	4
	4	—	3,16	4
	5	—	3,16	$3^3/_4$—4
	6	—	3,19	$3^3/_4$—4
	7	—	3,24	$3^3/_4$—4
	8	—	3,26	4 —$4^1/_4$

(Noch: Tab. 4)

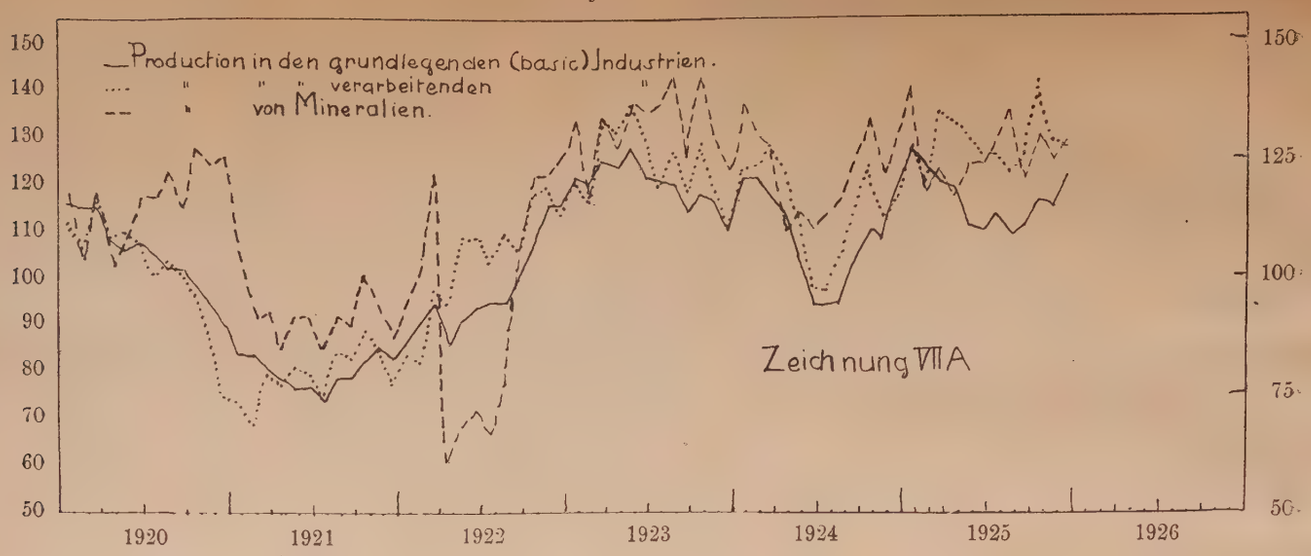
		Diskontsatz der Bundesreservebank in New York	Privatdiskontsatz Federal-Reserve-Bank Duchschnitt	Marktsatz i. New York (Satz d. National City Bank of New York für prime commercial paper)
1925	9	—	3,42	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	10	—	3,48	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	11	—	3,43	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	12	—	3,42	$4^1/_4$—$4^1/_2$
1926	1	8. 4	3,60	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	2	—	3,64	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	3	—	3,61	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	4	23. $3^1/_2$	3,60	$4^1/_4$—$4^1/_2$
	5	—	3,37	4 —$4^1/_4$
	6	—	3,35	$3^3/_4$—4
	7	—	3,39	$3^3/_4$—4
	8	13. 4	3,47	$4^1/_2$—$4^1/_2$
	9	—	3,77	$4^1/_2$
	10	—	3,78	$4^1/_2$—$4^3/_4$
	11	—	3,76	$4^1/_2$
	12	—	3,75	—

Zahlenmaterial zu Zeichnungen VII A—C.

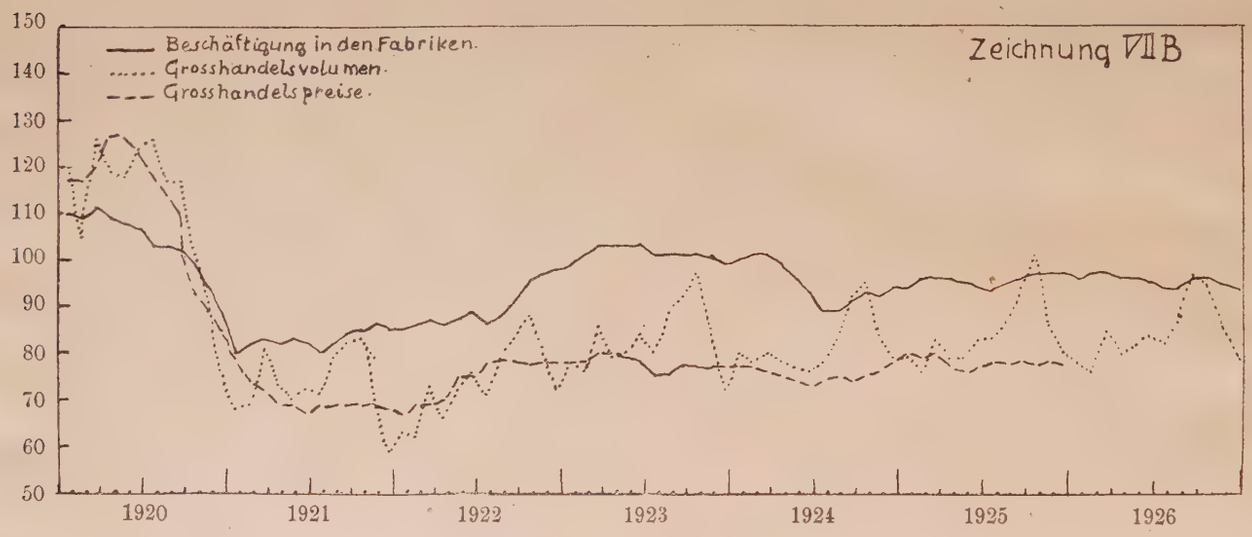
(Tab. 5)		VII A			VII B				VII C	
		Produktion in den grundlegenden Industrien	Produktion in den verarbeitenden Industrien	Produktion von Mineralien	Beschäftigung in den Fabriken	Großhandelsvolumen	Großhandelspreisindex Original (Basis 1913)	Großhandelspreisindex Umgerechnet auf Basis 1919	Verkäufe der Warenhäuser	Lagerbestände der Warenhäuser
1920	1	116	112	118	110	120	248	117	122	126
	2	115	106	104	109	105	248	117	117	130
	3	115	118	119	111	126	253	120	121	133
	4	108	109	102	109	119	267	126	118	135
	5	106	110	108	107	118	269	127	123	135
	6	107	108	117	106	124	262	124	122	137
	7	105	101	117	103	126	254	120	127	139
	8	102	104	123	103	117	240	114	120	139
	9	102	101	115	101	117	232	110	121	138
	10	99	97	128	99	101	214	101	116	136
	11	95	85	124	94	91	196	93	122	128
	12	90	75	125	87	75	179	85	115	121
1921	1	84	74	106	80	69	168	79	118	114
	2	84	79	91	82	69	157	74	118	113
	3	81	80	93	82	81	152	72	117	112
	4	79	78	85	82	73	146	69	112	113
	5	77	81	92	82	70	145	69	109	114
	6	77	80	92	81	73	143	68	111	116
	7	74	75	85	80	71	146	69	108	117
	8	79	85	92	81	79	147	69	109	117
	9	79	83	90	83	82	147	69	104	118
	10	83	89	102	84	83	146	69	109	117
	11	86	86	93	85	71	145	69	107	132
	21	83	78	87	84	60	143	68	108	117
1922	1	86	84	96	84	63	142	67	103	117
	2	91	82	101	86	62	146	69	106	118
	3	95	98	123	87	73	147	69	102	119
	4	86	95	61	86	66	149	70	111	117
	5	92	109	70	88	72	158	75	112	117
	6	94	109	73	90	76	161	76	110	116
	7	95	103	67	87	71	165	78	108	115
	8	95	110	79	90	79	166	78	113	114
	9	100	106	103	93	83	164	78	118	114
	10	107	118	122	96	88	165	78	115	115
	11	116	120	122	99	80	164	78	117	116
	12	116	113	126	100	72	165	78	118	118
1923	1	121	121	134	101	78	166	78	161	121
	2	120	116	115	103	76	166	78	117	126
	3	125	134	137	105	86	169	80	124	127
	4	124	131	128	105	79	170	80	117	129

Anmerkungen: Nr. 1, 2, 3 und 6: 1926 nicht mehr berechnet. — Basis: Für alle Ziffern außer 6a: 1919; für 6a: 1913.

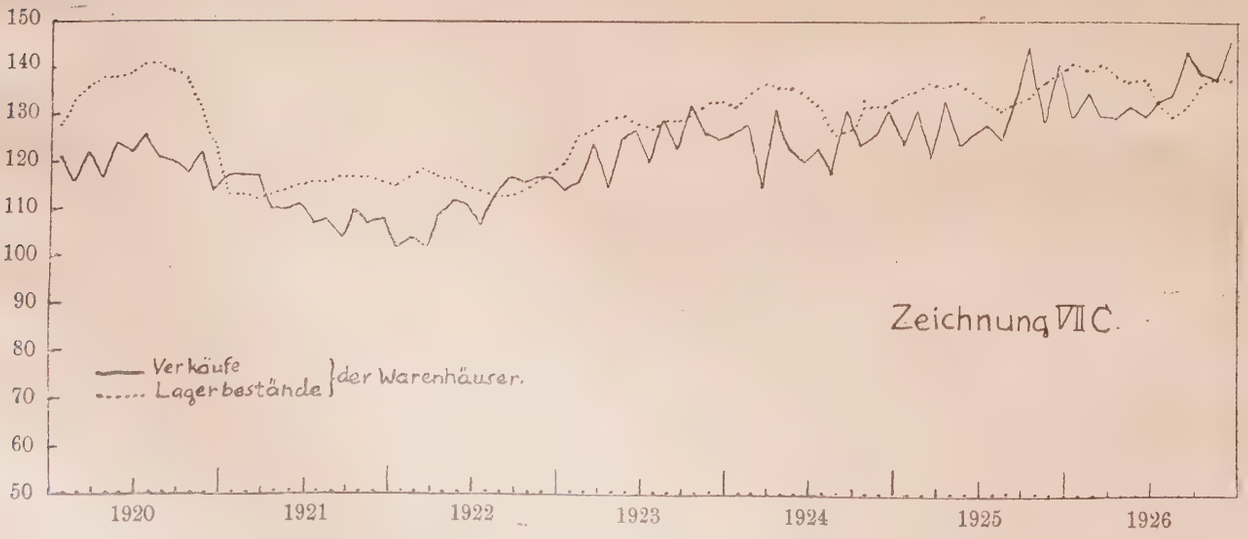
Das Indexziffernsystem des Bundesreserveamts.



A. Produktionsindices.



B. Beschäftigung in den Fabriken.
Großhandelsvolumen,
Großhandelspreise.



C. Die Warenhäuser: Bestände und Verkäufe.

Zahlenmaterial zu Zeichnungen VII A—C.

(Noch: Tab. 5)	VII A			VII B				VII C	
	Produktion in den grundlegenden Industrien	Produktion in den verarbeitenden Industrien	Produktion von Mineralien	Beschäftigung in den Fabriken	Großhandelsvolumen	Großhandelspreisindex Original (Basis 1913)	Großhandelspreisindex Umgerechnet auf Basis 1919	Verkäufe der Warenhäuser	Lagerbestände der Warenhäuser
1923 5	127	138	137	105	80	167	79	124	130
6	122	129	136	105	83	164	78	126	129
7	121	119	137	104	79	159	75	120	128
8	120	127	143	104	88	159	75	128	130
9	114	118	126	104	91	163		125	130
10	118	129	143	104	96	163	77	131	132
11	116	119	130	103	85	163		127	133
12	110	109	123	101	72	163		127	133
1924 1	121	123	138	100	80	163	77	126	132
2	121	124	130	101	78	163	77	128	135
3	117	128	128	101	80	160	76	115	137
4	114	123	110	99	78	158	75	131	136
5	104	113	114	96	77	156	74	123	136
6	94	98	110	93	76	154	73	120	134
7	94	97	113	89	78	156	74	123	131
8	94	105	116	89	83	158	75	118	126
9	103	113	124	91	92	156	74	131	128
10	110	124	134	93	95	159	75	124	132
11	108	113	122	92	84	160	76	126	132
12	117	117	130	94	79	165	78	131	133
1925 1	127	128	141	94	79	168	80	124	134
2	124	120	119	96	76	167	79	131	135
3	120	135	123	96	83	168	80	121	137
4	119	133	117	96	79	163	77	133	136
5	111	130	124	95	79	162	76	124	137
6	110	126	124	94	83	163	77	126	135
7	113	126	129	93	83	165	78	128	133
8	109	122	136	94	87	164	78	125	131
9	111	126	121	95	94	165	78	134	133
10	116	141	130	97	101	164	78	145	134
11	115	129	125	97	86	166	78	129	137
12	121	128	129	97	80	164	78	141	139
1926 1	—	—	—	96	78	—	—	130	141
2	—	—	—	97	76	—	—	135	140
3	—	—	—	97	85	—	—	130	141
4	—	—	—	96	80	—	—	130	139
5	—	—	—	96	82	—	—	132	138
6	—	—	—	95	84	—	—	130	138
7	—	—	—	94	82	—	—	133	133
8	—	—	—	94	88	—	—	134	130
9	—	—	—	96	97	—	—	144	132
10	—	—	—	96	94	—	—	139	137
11	—	—	—	95	86	—	—	138	138
12	—	—	—	94	78	—	—	146	138

Anmerkungen: Nr. 1, 2, 3 und 6: 1926 nicht mehr berechnet. — Basis: Für alle Ziffern außer 6a: 1919; für 6a: 1913.

25. Der Bundesreserverat hatte freilich schon im September 1922 auf die Möglichkeit einer neuen Inflation hingewiesen[1]). Zu dieser Zeit war die Großhandelsindexziffer des Bundesreserveamts bereits von ihrem tiefsten Stande 142 im Januar 1922 auf 164 gestiegen. Bis zum Februar 1923 stieg sie um weitere 2 Punkte auf 166, im ganzen also um 24 Punkte oder rund 17 % des niedrigsten Wertes.

Das Konjunkturbarometer des Havardinstituts registrierte einen Aufschwung seit Mitte 1922. Das Indexziffernsystem des Bundesreserveamts zeigte folgende Einzelheiten dieses Aufschwungs (Zeichn. VII, A, B, C):

Die Produktion in den grundlegenden Industrien war sehr stark angeschwollen. Der Großhandel, gemessen am Großhandelsindex, war wesentlich langsamer gestiegen. Der Verbrauch, repräsentiert durch die Meßziffer der Verkäufe der Warenhäuser, war bis zum Herbst 1922 gestiegen, seitdem aber ziemlich stabil geblieben, während die Vorräte in den Warenhäusern sich zu häufen begannen. Die Kaufkraft der Bevölkerung, gemessen an der Beschäftigung in den Fabriken, war noch im starken Steigen begriffen; die Preise hatten bis zum September stark angezogen; waren aber seitdem nur unwesentlich gestiegen und hatten die Kaufkraft der Bevölkerung nicht sehr schwächen können.

Vom Standpunkt des Bundesreserveamtes mußte diese Entwicklung bedrohlich erscheinen; insbesondere deutete die gegenüber der nur leichten Zunahme des Handels und der verhältnismäßigen Stabilität des Konsums übermäßige Steigerung der Produktion auf die Möglichkeit hin, daß eine Störung des Gleichgewichts eintreten könnte.

Am 23. Februar 1923 setzten die Bundesreservebanken in New York und Boston den Diskontsatz von 4 % auf 4½ % hinauf. Mit dieser Erhöhung des Diskontsatzes zweier Reservebanken setzt der Versuch zur vorbeugenden Konjunkturbeeinflussung ein. Im März erhöhte die Bundesreservebank in St. Franzisco ebenfalls ihren Diskontsatz; es bestanden nunmehr bei allen Reservebanken die gleichen Sätze. Gleichzeitig wurde die Öffentlichkeit mit allen möglichen Mitteln auf die Gefahren einer neuen Inflation aufmerksam gemacht, wobei die Bundesreservebanken und die Regierung Hand in Hand vorgingen[1]). Eine der wichtigsten Unternehmungen dieser Art ist eine Rede des Handelsministers Hoover, in der die Ausführung der Regierungsbauarbeiten für schlechtere Zeiten zurückgestellt wird. Diese Rede wirkte außerordentlich beunruhigend auf die Geschäftswelt. Die Banken mahnten ihre Kunden zur Vorsicht; es wurde auf die Wahrscheinlichkeit hingewiesen, daß die Diskontsätze noch weiter hinaufgesetzt würden. (Erst im Mai 1923, als diese Mittel ihre Wirkung getan hatten, ließ das Amt eine Erklärung durch die Presse gehen, daß es für weitere Diskonterhöhungen keinen Grund sähe[2].) Lufft bezeichnet diese Aktion der Banken als „einen großartigen Baissefeldzug“ und schreibt die Initiative zu diesem „Versuch, den Gang der Entwicklung selbst zu kontrollieren“, Morgan zu[3]).

26. Jedenfalls hat die Erhöhung der Diskontrate und der Presse- und Bankenfeldzug einen nachhaltigen, psychologisch und im Grunde nur psychologisch zu verstehenden Erfolg gehabt. Alle die Aktionen der Regierung und der Bundesreserveinstanzen waren als dringende Warnung aufgefaßt worden; die Erinnerung an die Krise von 1920 war noch lebendig und wurde vom Bundesreservesystem für seine Zwecke ausgenutzt. Der gesunde Menschenverstand der amerikanischen Geschäftswelt, der von den Zeitschriften gern als der Grund hingestellt wird, aus dem 1923 die Zuspitzung zur Krise vermieden worden sei, und der seither dahin gewirkt habe, daß das amerikanische Geschäftsleben sich auf eine Vermeidung von Krisen eingestellt habe, kann nicht angezweifelt werden. Tatsächlich ist diese Reaktion im Frühjahr 1923 und die weitere Entwicklung nur unter dem „institutional concept“ voll verständlich, d. h. man muß die Änderungen in der Form der Geschäftsdurchführung, in der Versorgung der

[1]) Neunter Jahresbericht S. 412.

[1]) Zu diesem und folgendem: Review of Economics Statistics 1924 S. 1 ff. und passim, 1923 S. 180 Weekly letters passim; Beckhart l. c. S. 502 ff; Federal Reserve Bulletin 1924 S. 1 ff; Monthly letters der National Citybank 1923/24 passim. — [2]) Vielleicht ist es kein Zufall, daß gerade im Frühjahr 1923 der Bericht des Ausschusses für Konjunkturcyklen und Arbeitslosigkeit (Business Cycles and unemployment. New York 1923) erschien, das Hoover als Vorsitzender der „Konferenz des Präsidenten über Arbeitslosigkeit“ im September 1921 eingesetzt hatte. — [3]) Lufft a. a. O. S. 333. Eine Erörterung darüber, ob Morgan wirklich irgendwie tätig hier beteiligt war, ist nicht möglich; bessere Gründe als Vermutungen dürften dafür, für den in die Geheimnisse der New Yorker Effektenbörse nicht Eingeweihten, nicht zu finden sein.

Volkswirtschaft mit Waren, und die Änderungen in der offiziellen Unternehmergesinnung, die sich etwa in dem Betonen der service-Idee darstellt, mit in Rechnung ziehen[1]). Immerhin scheint mir, daß noch im Frühjahr 1923 die Aktion der Regierung einen stärkeren Anteil am Hervortreten des „gesunden Menschenverstandes" gehabt hat als die angedeuteten Änderungen der Wirtschaftsgesinnung und Wirtschaftspraxis. Der einzelne Unternehmer war damals wie früher sicher eher geneigt zu glauben, daß er selbst aus der vielleicht möglichen Krise gesund hervorgehen werde.

27. Die unmittelbare Wirkung der beschriebenen Vorgänge war eine Änderung der Geschäftsgebahrung aller Wirtschaftskreise, die als Übergang von Zutrauen (Confidence) in die zukünftige Wirtschaftsentwicklung zu abwartender Haltung (Conservativism) und selbst als Pessimismus bezeichnet wird. Auch das Wort „Käuferstreik" fällt, wird jedoch wegen der allgemein guten Kaufkraft der Konsumenten dahin eingeschränkt, daß es „Aufhören der Kaufhysterie" bedeutet, daß also Preise und Dringlichkeit der Anschaffung nunmehr vorsichtig gegeneinander abgewogen werden. Dies wirkt auf die Geschäftswelt in der Weise zurück, daß die Zwischenhändler jeweils nur die in nächster Zukunft benötigten Mengen ankaufen, sodaß die Anhäufung größerer Lagerbestände vermieden wird. Dementsprechend ist der Auftragseingang und der Beschäftigungsgrad der Industrie, für kurze Zeiträume betrachtet, ungleichmäßig; sieht man jedoch die Konjunkturperiode vom April 1923 bis zum Frühsommer 1924 als Ganzes an, so ist die Geschäftslage zufriedenstellend. Dieses Bild zeigt auch die Geschäftskurve des Havard-Barometers. Das physische Volumen der Erzeugung befindet sich weit über dem Durchschnitt von 1919. Die Weekly letters prognostizieren nunmehr für 1923 die Aufrechterhaltung des lebhaften Geschäftsganges und mindestens normale Produktion, die das Fallen der Preise ausgleichen können.

Die skizzierte Politik des „hand-to-mouth buying", die in kleiner Lagerhaltung besteht, bedeutet nun nicht nur eine verhältnismäßige Stabilisierung der Warenseite des Geschäftslebens, sondern auch seiner Geldseite. Denn wenn die Warenherstellung und der Warenhandel sich auf die Mengen beschränken, die laufend vom Konsumenten aufgenommen werden, so brauchen Kredite zu Erzeugungs- und Handelszwecken nicht in größerem Maße in Anspruch genommen zu werden. Die Kurven des gesamten Geldumlaufes, der zinsbringenden Anlagen des Bundesreservesystems und der Darlehen der Mitgliederbanken scheinen dies zu bestätigen; die beiden ersten halten sich das Jahr 1923 hindurch fast in gleicher Höhe, während die dritte verhältnismäßig wenig steigt. Die Darlehen der Mitgliederbanken sind aber nicht notwendig auf Erzeugungs- und Handelsdarlehen beschränkt, sondern enthalten wahrscheinlich auch Kreditwährungen zu spekulativen Zwecken und Anleihen ausländischer Gläubiger zum Gebrauch im Ausland, wodurch ihr Steigen bei sehr langsamem Absinken der Geschäftstätigkeit erklärt ist.

28. Es kann kein Zweifel sein, daß der Vorstoß der Regierung, auf den die Diskonterhöhungen bei den Bundesreservebanken zurückzuführen sind, den Erfolg gehabt hat, die kritische Entwicklung der allgemeinen Geschäftslage zur Übererzeugung und zur Krise abzubremsen. Mit diesem Erfolge konnte aber das Programm einer bewußten Volkswirtschaftspolitik nicht erfüllt sein. Vielmehr handelte es sich nunmehr einerseits darum, eine mögliche Entwicklung des Rückschlages im Aufstiege zu einer stärkeren Depression zu verhüten, anderseits aber auch den Geldmarkt für den Fall fest in der Hand zu behalten, daß der Eindruck der Warnungen nicht stark genug sich erweisen würde, um den Erfolg einer Bremsung der Hochkonjunktur für längere Zeit zu gewährleisten. Das Handelsministerium selbst konnte in diesem Stadium der Sache wenig tun; die weitere Durchführung der Konjunkturpolitik lag von nun an hauptsächlich in den Händen des Bundesreserveamts.

29. Zur Erreichung seines Zieles der Beherrschung des Geldmarktes beschritt das Bundesreserveamt bewußt einen Weg, der infolge der Kriegsverhältnisse und ihrer Folgen bisher ihm nicht offengestanden hatte, der aber durch die Beobachtung der Ereignisse des Jahres 1922 als brauchbar erkannt worden war. Dieses in Europa viel benutzte und seit langem bekannte, für Amerika praktisch neue Mittel ist die Marktpolitik, das Auftreten der Zentralbanken auf dem offenen Geldmarkt.[1])

Der Geld- und Kreditbedarf in den Vereinigten Staaten spiegelt sich in den zinsbringenden Anlagen (earning assets) der Bundesreservebanken wieder, soweit er die Mittel der Mitgliederbanken überschreitet. Die zinsbringenden Anlagen setzen sich zusammen aus:

1. Rediskonten[2]), (bills discounted with Federal Reserve banks). Sie sind durchschnittlich je zur Hälfte rediskontierte Kundenpapiere und diskontierte eigene Wechsel (collateral notes) der Mitgliederbanken, die durch Kundenwechsel oder Staatspapiere gedeckt sind;
2. Bestände aus dem offenen Markt (open market holdings):
   a) Privatdiskonten (bills bought in the open market): hauptsächlich Bankakzepte,
   c) Staats- und kommunale Papiere (Government and municipal securities).

Die Entwicklung war, wie bereits bemerkt, dahin gegangen, daß die Mitgliederbanken den Kreditbedarf ihrer Kundschaft zum größeren Teil ohne Hilfe der Bundesreservebanken decken konnten. Daher drücken die zinsbringenden Anlagen seit 1922 den Kreditbedarf nicht mehr unzweifelhaft aus; vielmehr muß man zu seiner Beurteilung die Darlehen der Mitgliederbanken mit heranziehen. Mit der Notwendigkeit ihrer Hilfe fiel aber auch die Möglichkeit für die Bundesreservebanken fort, eine unmittelbare Diskontpolitik zu betreiben. Es mußte also ein anderer Weg zur Beeinflussung des Geldmarktes geschritten werden.

Der Mechanismus der Wirkung der Marktoperationen ist oben bereits angedeutet worden.[3]) Das Bundesreserveamt nimmt an, daß diese Operationen eine Möglichkeit zur Beurteilung der Gesundheit der Kreditanforderungen gäben. Im Jahre 1922 hatte sich nämlich gezeigt, daß einer Veränderung der Marktanlagen stets eine Veränderung der Rediskonten in dem Sinne gefolgt war, daß die Summe beider ungefähr gleich blieb. Das Amt glaubt daraus schließen zu können, daß die Kredite wirklich zur Aufrechterhaltung der Wirtschaft gebraucht wurden und das zuträgliche Maß nicht überschritten.[4])

[1]) Über das Wesen des „institutional concept", der Betrachtung wirtschaftlicher Tatsachen und Vorgänge im Zusammenhange mit den von der menschlichen Gesellschaft sich selbst gesetzten Normen jeder Art und jeden Gebietes des Verhaltens, s. Edie, Quarterly Journal of Economics.

[1]) Zu folgendem: 10. Jahresbericht Seite 11ff; 11. Jahresbericht Seite 3ff. Federal Reserve Bulletin 1923, 1924, 1925 passim; Beckhart a. a. O Seite 502ff; Review of Economic Statistics passim. — [2]) Die Übersetzungen sind nicht wörtlich, sondern im Hinblick auf kurzen Ausdruck und unter Anlehnung an die Begriffe europäischen Bankwesens gefaßt worden. Die Sinngemäßheit des Ausdrucks Privatdiskonten ergibt sich z. B. aus Beckhart a. a O. Seite 61, ferner Goldenweiser, Federal Reserve System in Operation Seite 22ff. — [3]) S. Abschnitt 15. — [4]) Es ist nicht ganz leicht zu entscheiden, ob vom privatwirtschaftlichen Gesichtspunkt des einzelnen Unternehmers aus im einzelnen Falle die Geldbeschaffung durch Wechseldiskontierung oder durch Freimachung von Reserven in Form von Wertpapierverkäufen wirtschaftlicher ist.

Diese Schlußfolgerung erfolgt offenbar auf der Grundlage der Bankingtheorie. Man wird dem Amt darin beistimmen müssen. Ein tatsächlicher Vorzug der Politik des offenen Marktes ist, daß hier die Initiative auf der Seite der Bundesreservebanken liegt, während die Regulierung der Kreditausgabe durch die Rediskontrate und Kreditrestriktionen davon abhängig ist, ob die Mitgliederbanken Kredite in Anspruch nehmen und Wechsel diskontieren wollen oder nicht. Mit Hilfe der Marktpolitik, hauptsächlich durch den Verkauf von Staatspapieren, kann die Zentralbank sogar in gewissem Sinne eine Rediskontierung von Wechseln erzwingen. Denn sie vermindert damit die der Wirtschaft zur Verfügung stehenden greifbaren Mittel, die die Mitgliedbanken den Kreditsuchenden überlassen könnten, ohne rediskontieren zu müssen.

30. Im Anschluß an die Diskonterhöhungen und die übrigen, auf psychische Wirkung berechneten Maßnahmen im Frühjahr 1923 wurde beschlossen, die Politik des offenen Marktes weiter auszubauen. Im April wurde vom Bundesreserveamt eine Kommission eingesetzt, die „zwischen den Operationen auf freiem Markt und der Rediskontpolitik ein harmonisches Verhältnis (harmony of open market and rediscount operations) herstellen" sollte, unter dem Leitsatz, daß „die Zeit, die Art, die Auswahl und die Menge der Anlagen auf dem freien Markt durch die Reservebanken mit hauptsächlicher Rücksicht auf die Bedürfnisse des Handels und Verkehrs und auf die Wirkung solcher Käufe oder Verkäufe auf die allgemeine Kreditlage geleitet sein sollen"; der gleiche Grundsatz sollte auch für die Diskontpolitik gelten.[1]

Die zinsbringenden Anlagen sind durch das Jahr 1923 fast unverändert auf dem Stande von rund 1 200 Millionen Dollar geblieben. Zum Anfang des Jahres war die Summe dieser Anlagen ungefähr je zur Hälfte aus Rediskonten und Marktbeständen zusammengesetzt. Vom Februar ab ändert sich das Verhältnis. Die Rediskonten steigen sehr stark und erreichen im Oktober 860 Millionen. Die Bestände aus dem offenen Markt dagegen fallen im gleichen Maße, wie die Rediskonten steigen. Im August erreichen sie den tiefsten Stand mit etwa 270 Millionen Dollar und steigen dann bis zum Dezember auf etwa 400 Millionen. Dieser Steigung entspricht ein Rückgang der Rediskonten. Die Bewegungen im Betrage der open market holdings weisen darauf hin, daß hier eine bewußte — sei es defensive, sei es offensive — Politik des Bundesreservesystems zu suchen ist, die darauf ausging, das Geld am Markte zu verknappen. Daß ihm dies gelungen ist, wird durch die Kurve der Zinssätze am freien Markt (Zeichnung VI Kurve Z) bewiesen, die in ihren Bewegungen der Kurve der Marktbestände (Zeichnung V) stets entgegengesetzt ist: Das Abstoßen von Staatspapieren durch die Reservebanken im Anfang 1923 zog Geld vom Markte[2]) und ließ die Zinssätze steigen, (während umgekehrt 1924 die größeren Aufnahmen aus dem offenen Markt den Geldmarkt sehr flüssig werden ließen).

Das Bundesreservesystem hat also offenbar im Jahre 1923 seine Transaktionen auf dem freien Markt dazu benutzt, um den durch die Diskonterhöhungen und den moralischen Eindruck im Frühjahr 1923 errungenen Erfolg zu sichern. Die Verknappung des Geldmarktes, die diesen ersten Unternehmungen folgte, machte eine Erholung der Konjunktur im Sinne der Entwicklung einer wilden Hausse unmöglich. Gleichzeitig aber wurde der Geldmarkt flüssig genug erhalten, sodaß auch die Gefahr einer Depression vermieden wurde.

31. Das Bundesreserveamt legt in seinen Veröffentlichungen sehr viel Nachdruck auf die Marktpolitik, in der es das Mittel sieht, den Geldmarkt und damit die gesamte Wirtschaft zu beherrschen. Wenn Willis[1]) in seiner Besprechung des 10. Jahresberichts des Bundesreserveamts sich etwas ironisch dahin äußert, daß „das Bundesreserveamt oder die Verfasser des Berichts die Marktpolitik offenbar selbst erfunden hätten, ... sie stände doch in Sektion 14 des Gesetzes schon vorgeschrieben", so hat er m. E. nicht richtig erfaßt, worauf das Amt mit seiner starken Betonung der Marktpolitik hinaus will. Nicht um die Neuheit des Mittels handelt es sich; es soll den Banken und dem Publikum versteckt zu verstehen gegeben werden, daß das Bundesreserveamt die Macht habe, den Geldmarkt in seinem Sinne zu beeinflussen. Es handelt sich nicht um ein Triumphgeschrei über die neue Entdeckung, sondern um die Ausnutzung psychischer Faktoren. Der gewöhnliche Charakter der amerikanischen Geschäftswelt ist sanguinisch), und sie wird deshalb stärker durch die Betonung der Bereitschaft und der Macht zur Beherrschung des Geldmarktes beeinflußt als kühler denkende Kreise. Dieser Charakter erklärt die verschieden starke Wirkung der Diskonterhöhungen von 1919 und von 1923. 1919 wurde die erste Diskonterhöhung kaum beachtet, da die Geschäftswelt in einen Gewinntaumel geraten war, in dem ein Prozent mehr oder weniger keine Rolle spielte; 1923 wirkte die Erinnerung an 1920 noch nach, und die Geschäftswelt reagierte auf die Warnung, nicht aber auf die geringfügige Diskonterhöhung um ½ Prozent.

32. Das Bundesreservesystem hatte in den letzten Monaten des Jahres 1923 seine Marktbestände stark vermehrt und damit den Geldmarkt flüssiger gestaltet, wie die Kurven in Zeichnung V und die Kurve C des Havard-Barometers erkennen lassen. Es hat die langsam absinkende Wirtschaft unterstützt. Die Weekly letters stellen im Oktober fest, daß weniger Geld gebraucht werde, als der Saison gemäß zu erwarten war; die allgemeine Lage wird für gesund gehalten und ein lebhafter Geschäftsgang auch für den Schluß des Jahres prophezeit. Im Dezember schreibt Commerce Monthly, daß die Stimmung zwar allgemein pessimistisch, aber kein Grund zur Besorgnis vorhanden sei, da der Geldmarkt leicht sei und eine Übererzeugung nicht stattgefunden habe[3]). Gegen Ende des Jahres 1923 verringerten die Erzeugung und die Geschäftstätigkeit sich etwas, doch erholten beide Gebiete sich sehr rasch. Lufft schreibt diese Erholung einer wiederum von den Banken gemachten Wertpapier-Hausse zu — wie sie in der Spekulationskurve des Harvard Barometers tatsächlich ausgedrückt ist —, durch die „der rein psychisch zu fassenden Depressionsstimmung entgegengewirkt wurde", sodaß „der Abbau der Wirtschaftskonjunktur in großer Ruhe, langsam und von reichlichem Kredit gedeckt, sich vollzog".[4])

Im Januar 1924 ging der Betrag der zinsbringenden Anlagen unter dem Einfluß der üblichen Saisonstille wesentlich zurück. An dieser Senkung waren die Rediskonten am stärksten beteiligt, während die Marktbestände erst im Februar sich merklich verringerten. In den folgenden Monaten sanken die Rediskonten immer stärker; die Marktbestände dagegen wurden bedeutend vermehrt. Dadurch wurde Geld auf den Markt geworfen und der Geldsatz niedrig gehalten.

Wie das Bundesreserveamt im Frühjahr die Entwicklung des Aufschwungs in einem kritischem Stadium erfolgreich gehemmt hatte, so versuchte es offenbar seit den letzten Monaten des Jahres 1923 ein Absinken der „leichten Liquidation"[5]), wie man den Zustand zwischen April 1923 und

[1]) Federal reserve bulletin 1923 Seite 542ff. — [2]) Von den Beständen aus der Marktpolitik sind die Staatspapiere die aktiveren.

[1]) Journal of the American Statistical Association, 1924, Seite 417 ff. — [2]) Beckhart a. a. O. Seite 456. — [3]) Es bereitet sich hier schon stimmungsgemäß der große Rückgang der Erzeugung vor, der sich im zweiten Vierteljahr 1924 vollzog, der aber in der Kurve B des Havard-Index, ihrer Konstruktion durchaus entsprechend, nicht zum Ausdruck kam. — [4]) Lufft a. a. O. Seite 333. — [5]) Hardy in: The problems of business forecasting, Seite 305.

April 1924 bezeichnen kann, in eine schwere Depression und allgemeine Stockung zu hindern. Außer durch Vermehrung der Marktbestände versuchte es im Jahre 1924, die Wirtschaft durch Diskontherabsetzungen anzukurbeln; die Bankrate in New York fiel von 4½ % im Mai auf 4 % und im Juni auf 3½ %. Daß weder die allgemeine Geldflüssigkeit noch die offizielle Ermäßigung der Diskontrate den gleichen unmittelbaren starken Effekt auf die Geschäftstätigkeit hatten wie die Diskonterhöhung und einem scharfen Rückgang der Erzeugung im Sommer 1924 nicht vorbeugen konnten, liegt teils an den speziellen Verhältnissen der Erzeugung, teils daran, daß billige Erzeugungs- und Handelsmöglichkeiten nicht den Anreiz tatsächlicher Bedarfssteigerung ersetzen können. Auch war die Industrie auf die „hand-to-mouth buying"-Politik des Handels noch nicht eingestellt.

33. Die geschäftliche Stimmung in den Monaten April bis August 1924 war durchaus gedrückt. Es herrscht das Gefühl, daß die Preise zu hoch seien, als daß man für künftige Unternehmungen einigermaßen sicher mit ihnen rechnen könne[1]). Doch wird die Lage nur für die Warenspekulation für ungünstig gehalten, während sie für das reguläre Geschäft durchaus gesund sei[2]). Tatsächlich ist ein Rückgang der Lebhaftigkeit und der Umsätze des Handels nicht festzustellen. (Zeichnungen VII A, B, C). Der Rückgang der industriellen Erzeugung aber erklärt sich damit, daß in den ersten Monaten des Jahres die Fabriken bemerkt hatten, daß sie mehr erzeugten, als reibungslos in die Verteilung übernommen werden konnte, und daß sie deshalb ihre Erzeugung einschränkten und die Preise herabsetzten, um die aufgesammelten Lagervorräte abzubauen[3]). Ein Rückgang des Verbrauches trat nicht ein; für das Gesamtbild bleibt das „hand-to-mouth-buying" charakteristisch, wie denn die amerikanische Volkswirtschaft offenbar auf die Befriedigung des jeweiligen tatsächlichen Bedarfs sich einzustellen bemüht ist[4]). Im August 1924 wurde die Diskontrate wiederum — auf 3 % — herabgesetzt. Dies kam unerwartet und wurde, „da das Geschäftsleben diese Aufmunterung nicht brauchte[5])", dahin ausgelegt, daß damit der Zustrom von Gold in die Vereinigten Staaten gehemmt werden sollte. Ein großer Teil der Kredite der ausländischen Privaten und Staaten war nämlich im Lande geblieben und hatte nicht den Erfolg gehabt, Gold abzuziehen. Auch außerhalb des Bundesreserveamts empfand man den Zustrom an Gold als lästig und latent gefährlich. Wenn man auch gelernt hatte, daß diese Goldmasse an sich infolge einer entsprechenden Währungspolitik noch nicht eine Inflation bedeutete, so sah man doch in ihr eine Belastung der amerikanischen Wirtschaft, die mit großen Kosten den Treuhänder für Europa spielen mußte und mit diesem Amt sich selbst in Gefahr brachte[6]).

34. Schon bevor Gold wieder aus Amerika abzuwandern begann, — was in der zweiten Hälfte des Jahres 1924 sich entwickelte[7]) — war der Deckungssatz bei den Bundesreservebanken gefallen. Abgesehen von den Auszahlungen von Gold, die mit der Absicht, den Reservefonds zu verkleinern, vorgenommen waren, liegt die Senkung zum Teil daran, daß aus dem Bestande der Bundesreservebanken Gold für die Rechnung europäischer Zentralbanken abgesondert wurde, das erst später oder auch gar nicht verschifft wurde. Auch die an private ausländische Darlehenssucher gewährten Kredite trugen zur Verringerung des Deckungsverhältnisses bei. Darauf hatte das Bundesreservesystem offenbar mit seiner Diskontermäßigung hingearbeitet, um übermäßige Kreditansprüche der eigenen Wirtschaft nötigenfalls mit dem Hinweis auf die Schwächung der Reserven abweisen zu können. Weiterhin aber brauchte auch die sich wieder erholende Erzeugung mehr Geld, das nun nicht mehr durch Goldzustrom geliefert wurde, sondern von den Reservebanken beschafft werden mußte. Dementsprechend steigen seit Juli 1924, gleichzeitig mit der Erholung der Erzeugung, die zinsbringenden Anlagen.

Der Einfluß, den die Erwartung der Ende 1924 stattfindenden Präsidentenwahl auf die Geschäftsstimmung und Entwicklung gehabt hat, kann nicht rein festgestellt werden. Immerhin wurde die Unsicherheit der Zukunft, die Angst vor Radikalismus, die sich gegen die Partei La Follettes richtete, und vor etwaigen Eingriffen in die Währungspolitik als Begründung der flauen Geschäftslage herangezogen, während andererseits z. B. die National Citybank in ihren Monatsbriefen bemüht war, diese Bedenken zu zerstreuen und die Unwahrscheinlichkeit einer Störung des Geschäftslebens nachzuweisen. Im Dezember 1924 begann eine Haussestimmung aufzukommen, die jedoch bald wieder unterdrückt wurde. Commerce Monthly führt dies auf den Widerstand der Konsumentenpreise zurück und nennt diesen „boom" lanciert, also nicht aus einer Erweiterung der Wirtschaft selbst entstanden.[1])

Das Bundesreserveamt faßt die Ereignisse des Jahres 1924 in seinem elften Jahresbericht (S. 1 ff.) zusammen: Handel und Industrie waren im Jahre 1924 weniger lebhaft als 1923. Der Rückgang der industriellen Tätigkeit, der im Frühjahr 1923 begann, setzte sich weiter fort. Vermehrte Erzeugung in einigen der grundlegenden Industrien Anfang 1924 brachte eine Stockung, da zu den herrschenden Preisen nichts verkauft werden konnte, sodaß Lagervorräte sich bildeten. Die Preise gingen zurück, die Erzeugnisse wurden verringert, der Beschäftigungsgrad sank. Das Volumen des Handels aber blieb auch während dieses Rückganges hoch, und da nun die Verteilung der Güter einen größeren Umfang hatte als die laufende Erzeugung, wurden die aufgesammelten Vorräte verbraucht, und neue Nachfrage setzte ein. Diese führte in Verbindung mit der Verbesserung der Lage der Landwirtschaft und der Stärkung der europäischen Kaufkraft zu einer industriellen Erholung.

35. Die auffallendste Erscheinung in den ersten Monaten des Jahres 1925 ist die Fortsetzung des Goldabflusses aus den Vereinigten Staaten, der bereits im Dezember 1924 eingesetzt hatte. Vielleicht unter diesem Einflusse, vielleicht aber mehr infolge der Wiederbelebung der Erzeugung nach dem Rückgange im Sommer 1924 zogen die Zinssätze weiter an, sodaß die Bundesreservebank in New York sich am 23. Februar 1925 zur Heraufsetzung der Diskontrate von 3% auf 3½ % genötigt sah. Ihr Privatdiskontsatz (rate charged on bills bought; Kurve 3 Zeichnung VI) hatte bereits im Januar den offiziellen Diskontsatz überschritten. Trotz des verhältnismäßig festen Geldmarktes sagt der Harvarddienst für die erste Hälfte des Jahres eine günstige Geschäftsentwicklung voraus, da die Banken genug Geld in den Kassen hätten, sodaß ein Rückgriff auf die Reservebanken nicht notwendig sein würde. Freilich unterliegt diese „Prognose" einer wichtigen Einschränkung: falls die günstige Lage sich in der Richtung

[1]) Die Höhe des Preisniveaus ist bei jeder der regelmäßig im Sommer auftretenden Stockungen Gegenstand lebhafter Diskussionen gewesen. Insbesondere scheint immer wieder gefürchtet zu werden, daß die Preise in zu kurzer Zeit auf den Stand von 1913—1914 zurücksinken könnten. Andererseits fürchtet man immer wieder eine neue Inflation. Vergl. Monthly letters. Jahrg. 1923—1926 passim, Review April 1924, Commerce monthly Juli 1924 S. 18 und folgende Jahrgänge. — [2]) Weekly letters, Commerce Monthly passim. — [3]) Federal Reserve Bulletin Februar 1925 S. 72. — [4]) Vergleiche Luffts Auffassung: Die Krise von 1924 als Überleitung zur „normalen Friedensproduktion" (a. a. o. S. 322). — [5]) Commerce Monthly. September 1924 S. 18. — [6]) Z. B. I. S. Davis in der Review of Economic Statistics. 1924, S. 233 ff. — [7]) Im Dezember 1924 überwog zum ersten Male wieder die Goldausfuhr.

[1]) Februar 1925 S. 18.

einer Inflation auswachsen würde, würde das Bundesreserveamt einschreiten und die Entwicklung abbremsen. Mit dieser Bemerkung führt das Havardinstitut die Form des „differential forecast" ein; gegen die wenig eingeschränkte „Sicherheit" der „Prognose" wird von nun an bewußt und betont das „wenn aber" gestellt.

36. Da nach dem Eingreifen des Bundesreserveamts im Frühjahr 1923 die psychologischen Faktoren der Konjunkturbildung sehr in den Vordergrund getreten zu sein scheinen, sollen zwei Äußerungen in den Weekly Letters hier erwähnt werden [1]). Sie scheinen mir die Stimmung der amerikanischen Geschäftswelt in dieser Zeit zu spiegeln, die bei allem Optimismus und Vertrauen in die Zukunft einer gewissen Ängstlichkeit in den Dispositionen nicht entbehrt, und sie scheinen für die Art, in der die amerikanische Geschäftswelt sich in volkswirtschaftliche Probleme hineingedacht hat, symptomatisch zu sein. Inflationsfurcht scheint von Zeit zu Zeit, insbesondere in Zusammenhang mit den jeweiligen Erholungen der Geschäftslage nach dem Einbruch von 1924, aber auch 1925 und 1926, das amerikanische Publikum zu ergreifen. Zur Bekämpfung des „talk of inflation" legt der Harvarddienst einmal die Technik der Marktoperationen der Bundesreservebanken dar (Weekly Letters 1925 Seite 3 und Seite 24ff). Die Erhöhung des Preisniveaus (Großhandelspreisindexziffer: Dezember 1924: 165, Januar 1925: 168) veranlaßt einen Versuch, die obere Grenze der Steigung der Preisindexziffer festzustellen, die erreicht werden kann, ohne daß man von „Inflation" sprechen könne. [2])

37. Schon im Februar zeigen sich Anzeichen des Rückganges der Erzeugung, der sich im Sommer voll auswirkt. Die Preise einiger konjunkturempfindlichen Waren sinken, und während im Dezember 1924 Neigung zur Vorratseindeckung stark hervorgetreten war, werden nunmehr wieder nur kleine Orders gemäß der Taktik des hand-to-mouth buying gegeben. Das Advisory Council sah in seiner Sitzung von Mitte Februar 1925 die Lage jedoch etwas anders, wobei es sich wohl auf die Entwicklung der Erzeugung in den grundlegenden Industrien stützte (Zeichnung VII). Auch die Verbesserung der Kaufkraft der Landwirtschaft und die Tatsache, daß die Großhandelspreisindexziffer auf den Stand der Hausse von 1923 sich entwickelt hatten, mag zu seiner Ansicht beigetragen haben. Zwar seien bisher keine Anzeichen von Inflation und von Überspekulation auf den Warenmärkten zu erkennen gewesen, wird ausgeführt, doch sei in der nächsten Zukunft bereits mit einer beträchtlichen Zunahme der Geschäftstätigkeit zu rechnen, heißt es im Sitzungsbericht vom Februar 1925 mit Bezugnahme auf die Sitzung vom November 1924.[3]) Diese Zunahme könne zu einer starken Preissteigerung führen, da die verfügbaren Lagerbestände verhältnismäßig gering seien. Diese Preisbewegung dürfe nicht aus der Hand gleiten. Mit Hilfe der Marktpolitik müsse, insbesondere in New York, der Geldmarkt in diesem Sinne beeinflußt werden. Da die Privatdiskontrate unter dem Diskontsatz liege, sei dessen Erhöhung (in New York) wünschenswert.

Die Kurven der Marktpolitik (Zeichnung V) zeigen, daß die Bestände an Staatspapieren seit Ende 1924 wohl unter dem Einfluß der oben zitierten Meinung des Federal Advisory Council verringert wurden. Auch in der Summe der Privatdiskonten zeigt sich ein Rückgang. Nach dem saisonüblichen Rückgang der gesamten zinsbringenden Anlagen aber wird der Rückgang dieser beiden Anlageposten durch vermehrte Rediskontierungen ausgeglichen. Diese Vermehrung kommt erst nach der oben erwähnten Diskonterhöhung zum Stocken. Darin drückt sich die Wirkung der Diskonterhöhung sowohl auf den Effekten- wie auf den Warenmarkt aus.

Der Rückgang der Erzeugung setzt sich bis in den Sommer fort. Die Großhandelspreisindexziffer sinkt von Januar bis Mai 1925 um 6 Punkte (3,5 % des Standes vom Januar). Aber die Warenverteilung, gemessen am Großhandelsindex und den Verkäufen der Warenhäuser, (Zeichnung VII C), zeigt keinen Rückgang. Trotz dieser günstigen Entwicklung tauchen gelegentlich pessimistische Stimmen auf. So weist z. B. Commerce Monthly im Mai 1925 auf die Gefahren der Entwicklung des Abzahlungsgeschäftes nachdrücklich hin.[1]) Auch die finanziellen Schwierigkeiten Frankreichs und die Wiedereinführung des Goldstandards in England wirken infolge der Verminderung der Kaufkraft dieser Länder beunruhigend auf den amerikanischen Warenmarkt ein.

38. Bei der Betrachtung der Entwicklung des amerikanischen Geschäftslebens muß immer im Gedächtnisse behalten werden, daß die Erzeugungskapazität der amerikanischen Industrie in diesen Jahren niemals voll ausgenutzt war. Unter Beachtung sowohl der Arbeitszeit wie der physischen Kapazität erhält man im Durchschnitt eine Ausnutzungsquote von 72 % für 1924, von 77 % für 1925, vor 82 % für 1926.[2]) Eine Industrie in dieser Lage ist notwendigerweise viel empfindlicher gegen jede wirkliche oder auch nur stimmungsgemäße Beeinträchtigung ihrer Absatzmöglichkeiten als eine voll beschäftigte. Denn je größer die Entfernung vom Erzeugungsmaximum ist, das bei guter Organisation auch Erzeugungsoptimum sein wird, desto größer wird die Konkurrenz der einzelnen sein, die dem Maximum und Optimum zustreben müssen, und um so stärker wird die Neigung zu Preisnachlässen sein, die wiederum ein Einschränken der Erzeugung in den Grenzbetrieben erzwingen.

Diese Empfindlichkeit erklärt die starke Reaktion der amerikanischen Wirtschaft auf die Währungsverhältnisse des Auslandes. Nicht nur, daß die Anhäufung des Goldes in Amerika, die durch den Abfluß in den ersten Monaten des Jahres 1925 nicht wesentlich vermindert wurde, eine Gefahrenquelle in Richtung einer Goldinflation bedeutet; es scheint sogar, daß Amerika als praktisch einziges Land mit voller Goldwährung und freiem Goldmarkte eben dadurch für die Geldwertschwankungen der übrigen Länder empfindlicher geworden ist. Eine Ausschaltung der Bewegungen des Geldwertes anderer Länder auf die Wirtschaftslage eines mit diesen im Warenaustausch stehenden Landes ist offenbar nicht durch die währungsmäßige Isolierung dieses Landes zu erreichen; — in solchem Falle würde es wenig ausmachen, ob dies Land eine Gold- oder eine Papierwährung hat, die real stabil bliebe. Eine Ausschaltung solcher Störungen ist offenbar nur dadurch möglich, daß die Preisniveaus der verschiedenen Länder sich nicht (oder doch nur geringfügig) gegeneinander verschieben, sodaß die Bewegungen der Waren möglichst stets in gleicher Richtung laufen. Ein Hilfsmittel, zu diesem Zustande zu ge-

[1]) Weekly Letters I bis IV 1925. — [2]) Weekly Letters Seite 50. Als „normales" Preisniveau der Nachinflationszeit wird der Stand des Großhandelspreisindex von 157 (gegen 1913 = 100) betrachtet, da auf diesem Niveau die Preise der landwirtschaftlichen und der industriellen Erzeugnisse sich getroffen haben. Da die zyklischen Schwankungen des Preisniveaus vor dem Kriege ± 6 % betrugen, wird angenommen, daß man „nicht von Inflation reden könne", solange das Preisniveau nicht über 168 stiege. — [3]) XII. Annual Report of the Federal Reserve Board Seite 281 ff.

[1]) Vergl. auch die Befürchtung des Federal Advisory Councils, daß im Falle einer Depression die Erholung infolge der Belastung der Einkommen mit Abzahlungsraten verzögert werden könnte. XIII. Ann. Rep. Seite 483. — [2]) Survey of Current Business, Nr. 66 (Februar 1927) Seite 110.

langen, ist die Einführung der Goldwährung möglichst als Weltwährung, da das Gold als international ohne weiteres giltiges und stets angenommenes Zahlungsmittel durch seine Bewegungen und deren Wirkung auf die Reserven der Banken, die daraus sich ergebende Diskontpolitik usw. den Ausgleich der Preise — auch nominal! — der wichtigsten Welthandelswaren am schnellsten herbeiführt.[1]) Von diesem Gesichtspunkt aus hat das Bundesreserveamt seine Politik über die Grenzen der Vereinigten Staaten hinaus wirksam werden lassen. Seine materielle und ideelle Unterstützung der Bestrebungen zur Wiedereinführung des Goldstandards in den verschiedenen Ländern (1925 Vereinbarungen mit der Bank von England)[2]) ist nicht nur dazu geeignet, den Zufluß von Gold nach den Vereinigten Staaten abzuschwächen[3]), sondern trägt auch skizzierter Weise dazu bei, die Reagibilität der amerikanischen Wirtschaft auf außeramerikanische Währungsschwankungen zu vermindern.

39. Die Erzeugungsstockung im Sommer 1925 war nicht so schwer wie diejenige im Sommer 1924. Im Juni 1925 spricht das Harvardinstitut in seinen Wochenbriefen folgende Meinung aus: „Für die zweite Hälfte des Jahres 1925 besteht Aussicht auf großen Umfang der Geschäftstätigkeit und stabile oder vielleicht steigende Warenpreise. Leichtigkeit des Geldmarkts, ein großer Warenumsatz und Einkauf nur der notwendigen Mengen bleiben für die Geschäftslage charakteristisch. Die Warenmärkte sind in der letzten Zeit etwas besser geworden, und es wachsen die Anzeichen dafür, daß der Preisrückgang sein Ende erreicht hat.“[4]) In der Verteilung der Güter zeigt sich kein Rückgang, und die Lagerhaltung z. B. der Warenhäuser war verhältnismäßig gering geblieben (vergl. Zeichnung VII und Tabelle V). So konnte denn das Harvardinstitut mit seiner Prognose recht behalten.

Aus dem Verlaufe der Kurven der Wechsel und Staatspapiere im Bestande des Bundesreservesystems (Zeichnung V) läßt sich ein Eingreifen der Bundesreservepolitik im weiteren Verlaufe des Jahres nicht ablesen. Die Bestände an securities bleiben praktisch bis ins Frühjahr 1926 unverändert. Der Bestand an Privatdiskonten sinkt bis in den Sommer 1925 hin; im Herbst steigt er, wohl unter dem Saisoneinfluß der Ernte, wieder scharf an, übersteigt aber die Beträge, die 1923 und 1924 zur selben Zeit ausgewiesen waren, nur ganz gering. Ein entsprechendes Bild gibt die Kurve der gesamten Darlehen (total loans) der berichtenden Mitgliederbanken (Zeichnung IV): bis über die Jahresmitte hinaus bleibt ihr Betrag praktisch unverändert, im Herbst zeigt sich ein Anstieg.

Auch das Anziehen des Geldmarktes im Herbst 1925 ist im wesentlichen saisongemäß. Das wichtigste Ereignis aber war die gute Ernte des Jahres 1925, und es liegt nahe, das verhältnismäßig höhere Niveau, auf dem sich fast alle Mengenindices der Geschäftstätigkeit im Jahre 1926 bewegen, mit dem mengenmäßig günstigen Ernteausfall in Verbindung zu bringen.[1]) [2])

40. Es ist hier grundsätzlich zu sagen, daß keine Bankpolitik die Wirkungen der Ernteschwankungen vollständig eliminieren kann. Da ein überaus großer Teil der amerikanischen Ernte ausgeführt wird,[3]) wächst der gesamten Volkswirtschaft, in erster Linie den Farmern, im Falle einer günstigen Ernte bei ausreichenden Preisen Kaufkraft zu, im Gegensatz etwa zu den deutschen Verhältnissen, in denen die Ernteschwankungen im Grunde nur Verschiebungen der Kaufkraft zwischen verschiedenen Bevölkerungsschichten bewirken. Aus diesem Grunde muß die Wirkung des Ernteausfalles auf die Konjunkturgestaltung in den U. S. A. viel stärker sein als etwa in Deutschland.[4]) Die Politik des Bundesreserveamts kann und konnte nur die Inflationsgefahren des Goldzustroms abdämmen, indem es den Geldmarkt knapp hielt. Da nun die Ausfuhr, der keine ausgleichende Einfuhr gegenübersteht, dazu beiträgt, den Goldzufluß nach den U. S. A. zu verstärken, — woran die Tatsache, daß ein Teil der Ausfuhr durch Kreditgewährung an das Ausland finanziert wird, nicht viel ändert, sondern sogar durch Zinszahlungen den Goldzustrom in Zukunft verstärkt —, ist die Stabilität der Wirtschaft allgemein und der Preise im besonderen sowie jede auf solche Stabilität hinzielende Politik von zwei Seiten her in Gefahr. Und da die Zentralbank den von der Natur geschaffenen Güterfluß seiner Menge nach gar nicht und seiner Richtung nach nur wenig beeinflussen kann, bleibt für ihre Politik kein anderes Ziel und Mittel mehr, als darauf zu sehen, daß die jeweils vorhandenen Gütermengen reibungslos und in angemessener zeitlicher Verteilung in den Verkehr und zum Konsumenten gelangen.

41. In dieser Problematik der Wirtschaftspolitik einer Zentralbank mag es begründet sein, daß trotz des scharfen Sinkens des Deckungsverhältnisses (Kurven GR und D in Zeichnung III) keine merkliche Tätigkeit des Bundesreserveamts mehr zu verzeichnen ist. Es mußte offenbar dem Bedürfnis nach größeren Geldmitteln nachgeben. Ende 1925 ist die Summe der zinsbringenden Anlagen unter dem Einfluß der

---

[1]) Mit dieser Bemerkung ist der Theorie von der Kaufkraftparität nicht beigepflichtet. — [2]) Siehe dazu die Ausführungen im XII. Annual Report, insbesondere Seite 11 und Seite 284—285. — [3]) Mit einem Aufhören des Zuflusses von Gold nach den U. S. A. ist kaum zu rechnen. Der Ausfuhrüberschuß betrug 1923 rund 400 Millionen Dollar, 1924 rund 1 Milliarde, 1925 rund 700 Millionen. Dazu kommen Zinsen der Interalliierten Verschuldung und die Zinsen des Kapitalexports. — [4]) Weekly Letters 1925 Seite 180. Ferner wird gelegentlich, so auch im Juli, (Seite 218) die Ansicht vertreten, daß man sich befinde „still in the prosperity phase of a business cycle which is proving of longer duration than those typical of the pre-war period“, womit die grundsätzliche Stellungnahme zu der Wirtschaftsentwicklung festgelegt ist. Die „längere Dauer“ wird durch die „bewußte Politik“ (concerted policy) des Bundesreserveamts begründet.

[1]) Erntemengen:

	Baumwolle Ballen	Weizen bushels	Mais bushels
1923	10 140 000	797 000 000	3 053 000 000
1924	13 628 000	864 000 000	2 309 000 000
1925	16 104 000	676 000 000	2 916 000 000

[2]) M. D. Anderson versucht, die Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft in den Jahren 1919—1925 ausschließlich auf die Bewegungen der Kaufkraft der Landwirtschaft zurückzuführen. Der Versuch ist besonders interessant, weil er statistische Beweisführung in den Mittelpunkt stellt. Der Korrelationskoeffizient zwischen der landwirtschaftlichen Kaufkraft und den Verkäufen der Postversandhäuser beträgt bei zwei Monaten Differenz zugunsten des ersten + 0,71; der Korrelationskoeffizient zwischen der landwirtschaftlichen Kaufkraft und dem Zinsfuß mit einer Differenz von 8 Monaten zugunsten des ersten + 0,91. Der Korrelationskoeffizient zwischen dem Marktzinsfuß und dem Umfang der Fabrikerzeugung bei einer Differenz von 8 Monaten zugunsten des ersten: + 0,91. So ist der statistische Beweis geführt, daß die Entwicklung der Kaufkraft der Landwirtschaft durch Einwirkung auf den Marktzinssatz die Fabrikerzeugung beeinflußt. Economics of Business Fluctuation in United States, 1919—1925, in: The American Economic Journal, Bd. XVII Seite 230ff. Evanston, Ill., 1927.

[3]) Gesamte Warenausfuhr 1925: . . . . . 4 934 000 000 Dollar;
davon: Baumwolle . . . . . 1 059 000 000 „
„ Getreide . . . . . 245 000 000 „

[4]) Aus der Rolle der landwirtschaftlichen Erzeugung in der amerikanischen Volkswirtschaft erklärt es sich vielleicht, daß hier (durch Moore) die Theorie der Konjunkturentstehung durch die Wirkungen des Ernteausfalls am konsequentesten ausgearbeitet wurde.

Rediskontierungon höher als jemals seit 1921 und etwas höher selbst als in der Zeit des letzten ausgesprochenen Aufschwungs, d. h. Ende 1922. Wenn aber auch für das System als Ganzes die Kurven seines Status (vergl. Zeichnung V) keine Tätigkeit erkennen lassen, so ist doch bei den Banken einzelner Distrikte eine den jeweiligen Bedürfnissen angepaßte Tätigkeit nicht zu verkennen (vergl. die Zeichnungen Seite 65ff im XIII. Annual Report). Die Diskonterhöhungen in verschiedenen Distrikten aber, die nach der Septembersitzung des Advisory Council zustande kamen, sind nicht nur als Ausdruck der Distriktspolitik, sondern auch der Bundespolitik zu bewerten, da die Wirkungen der Erhöhungen nicht auf den Distrikt beschränkt bleiben, sei es auch nur, daß sie Erhöhungen auch in anderen Distrikten erwarten lassen.

Im Gegensatz zu der pessimistischen Stimmung, die sich um die Mitte des Jahres 1925 gelegentlich bemerkbar machte, schließt das Jahr in einer Lage ab, die nur infolge der Politik des Bundesreserveamtes nicht in eine allgemeine Hausse übergehen konnte. Die Keime zu einer solchen hätten vor allem in der günstigen Konjunktur des Baumarktes und in der sehr starken Spekulation in Grundstücken insbesondere in Florida gelegen.

42. Am 8. Januar 1926 erhöhte die Bundesreservebank in New York ihren Diskontsatz von $3^1/_2$ % auf 4 %.[1])

Mehr ließ sich im Augenblick kaum zum Schutze der Reserven unternehmen, besonders da im Januar erfahrungsgemäß die Geschäftstätigkeit sinkt und die Ansprüche an den Geldmarkt geringer werden.[2]) Es war aber auch kaum nötig, mehr zu tun, denn wenn auch Commerce Monthly in seiner Januarnummer noch eine gute Geschäftslage für den Rest des Winters und das Frühjahr 1926 voraussagt, so mehren sich doch im Februar und März die Anzeichen dafür, daß sich im Laufe des Jahres eine Depression entwickeln könnte. Insbesondere waren die Preise auf den Metallmärkten gesunken, und die Kaufkraft der Landwirtschaft hatte sich nicht so günstig entwickelt, wie man unter dem Einfluß des günstigen Ernteausfalls anzunehmen geneigt war, denn die Preise der landwirtschaftlichen Produkte waren so stark gefallen, daß der gesamte Wert der Ernte geringer war als im Vorjahre.[3])

Auch am Baumarkt zeigte sich ein Rückgang,[1]) der für die allgemeine Konjunkturentwicklung bedrohlich erschien. So hält das Harvardinstitut in seinen Februarbriefen die künftige Entwicklung für fragwürdig und macht alles von der Gestaltung des Geldmarktes abhängig. Nach Meinung des Advisory Council wird jedoch der Geldmarkt im Jahre 1926 genügend flüssig sein, und die Sätze werden bestehen bleiben, vielleicht sogar sinken.[2]) Interessant ist das Ergebnis einer Aussprache im Advisory Council über die Aussichten des Baumarkts: Der notwendige Bedarf scheint gedeckt zu sein; doch wissen Mitglieder des Council, daß dennoch im Jahre 1926 in großem Maße gebaut werden wird.[3])

43. Der Verlauf des Jahres 1926 hat auffällige Ähnlichkeit mit dem der Jahre 1924 und 1925. In allen drei Jahren macht sich zu Beginn ein starker Druck auf die Unternehmungslust geltend, nachdem je im Dezember des vorhergegangenen Jahres durchaus eine Haussestimmung zu verzeichnen gewesen ist. Jedesmal wird dafür die Erklärung gegeben, daß die Verteilung mit der Produktion nicht gleichen Schritt gehalten hätte, was die verfügbaren Indices zu bestätigen scheinen (s. a. Zeichnung VII). Die Ursache dieser periodisch wiederkehrenden Unproportionalitäten ist vermutlich die, daß die Industrie sich noch nicht ganz an das System des hand-to-mouth-buying angepaßt hat, sondern, privatwirtschaftlich richtig, im Bestreben nach voller Ausnutzung der Produktionskapazität ihre Produktion ausdehnt. Die Bewegungen des Index der Kapazitätsausnutzung usw. sind dann einerseits als Ursache des Rückganges im Sommer, anderseits aber auch als dessen Folge zu verstehen. Ihre zeitliche Lagerung wäre auf die Erntesaison zurückzuführen, die der Landwirtschaft zugleich die Mittel für die Anschaffung von Gütern zu produktiven und Konsumzwecken und zur Abdeckung von Schulden bringt.

Jedes der Jahre 1924, 1925, 1926 zeigt im Sommer einen Rückschlag, der aber von Jahr zu Jahr schwächer wird. Und jedes Jahr zeigt, als Einheit betrachtet, stärkeren Warenumsatz und höhere Produktionsmengen als das vorhergegangene.

Das Jahr 1926 unterscheidet sich jedoch insofern stark von den Vorjahren, als zwar die stimmungsmäßige Depression des Jahresanfangs und der Produktionsrückgang im Sommer überwunden werden, aber gegen Ende des Jahres doch sehr erheblich Rückgänge gerade der Indices der Produktionsmittelindustrien zu verzeichnen sind.[4]) Eine weitere Eigentümlich-

---

[1]) Damit war in sämtlichen Bundesreservedistrikten der gleiche Diskontsatz eingeführt. Noch im Jahre 1922 bestand ein Unterschied von einem Prozent zwischen dem Diskontsatz in den am stärksten am Handel und an der Industrie beteiligten östlichen Staaten der Union und zwei ausgesprochen landwirtschaftlichen Staaten. Im Laufe des Jahres 1925 wird ein Ausgleich der Sätze herbeigeführt, wobei das Advisory Council diesen Ausgleich als wünschenswert hinstellt. Es ist anzunehmen, daß diese Regelung eine Erleichterung im Ausgleich des Geldbedarfs der verschiedenen Bundesreservebanken durch Weitergebung der bei einer Bundesreservebank rediskontierten Wechsel an eine andere Bundesreservebank befördern sollte. Es ist darin ein Ansatz in der Richtung einer Zusammenfassung der doch vorwiegend im Interesse der Wirtschaft ihres Distriktes zu handeln bestrebten einzelnen Distriktsbanken zu einer wirklichen und wirksamen Zentralbank zu sehen. Durch eigene Richtung der Marktpolitik haben die Distriktsbanken auch bei einheitlichem Diskontsatz immer noch genügend starke Möglichkeiten, den Eigenarten der Wirtschaft und Wirtschaftsentwickelung in ihrem Distrikt gerecht zu werden. — [2]) Eine unmittelbare Wirkung übte die Diskonterhöhung auf die Effektenspekulation aus; der Combined index of Stock Prices des Survey of Current Business zeigt folgende Entwicklung: 1925 November 120,05, Dezember 121,84, 1926 Januar 120,42, Februar 119,92, März 106,63. (Survey of Current Business, Nr. 66 S. 126. — [3]) Gesamter Wert der Ernte nach Survey of Current Business, Nr. 66 S. 84: 1924: 9,29 Miiliarden Dollar, 1925: 8,79 Milliarden Dollar. (Nach den Erzeugerpreisen am 1. Dezember).

[1]) Entwicklung der genehmigten Baupläne (Building contracts awarded) in 100 Quadratfuß (nach Survey of Current Business Nr. 66-S. 66): 1925 VIII: 88 594, IX: 86 167, X: 82 577, XI: 77 871, XII: 74 852, 1926: I: 62 498, II: 51 660, III: 81 800. Entwicklung der Grundstücksübertragungen (real estate conveyances) in 41 Städten (Survey of Current Business Nr. 66 S. 65): 1925: IX: 149 156, X: 165 375, XI: 149 204, XII: 163 670, 1926: I: 147 139, II: 133 724, III: 166 418. — [2]) Sitzung vom 18. Februar 1926. XIII. Annual Report S. 484. — [3]) Ebenda. „It would appear that the pressing demands for new construction had largely been met. Members of the council have been advised that building construction in 1926 will nevertheless be in large volume, but probably below the level of 1925." — [4]) Ungünstig auf die Wirtschaftsgestaltung hatte wohl auch der Zusammenbruch einer ganzen Anzahl von Banken in Florida und Georgia gewirkt. Dieser Zusammenbruch war durch den Zusammenbruch der Grundstückshausse in Florida verursacht, und er ist insofern auch als Sympton der Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten zu werten. So ist auch die Tatsache zu werten, daß 1926 956 Banken, d. s. etwas über 50 % mehr als im Jahre 1925, ihre Schalter schließen mußten. (XIII. Annual Report Seite 10 ff). Dagegen zeigt der Index of Business Failures (Konkursstatistik) der Zahl nach die gleiche Bewegung wie in den Jahren 1924 und 1925, der Höhe der Verbindlichkeiten nach etwa denselben Wert wie 1925 und einen geringeren als 1924 (Survey of Current Business Nr. 66 S. 20, 129).

keit des Jahres 1926 war das ständige Sinken der Preise, und zwar sowohl des Großhandelspreisindex wie des Index der Erzeugerpreise landwirtschaftlicher Erzeugnisse.[1])

44. Im März 1926 stellt der Harvarddienst folgende Prognose (Weekly Letters S. 61 ff., 83): Der Verlauf des Jahres wird wahrscheinlich dem der früheren Jahre gleich sein. Aber es ist zu bedenken, daß die Phase der Prosperität dieses Konjunkturkreislaufes schon weiter fortgeschritten ist, und daß gewisse Elemente sich entwickelt haben, die nicht zufriedenstellen. Deshalb kann die Voraussage nicht über das Frühjahr hinaus für sicher gelten. Der Preisrückgang kann nicht stark werden, da der Geldmarkt leicht ist, eine konservative Geschäftspolitik herrscht und die Preise nicht übermäßig hoch waren. Die Schlüsse, die das Harvardinstitut im April zieht, sind pessimistischer: Der Rückgang wird noch einige Zeit dauern ... Diese Erkenntnis hat um sich gegriffen, und es besteht Gefahr, daß der daraus entstandene Pessimismus übertrieben wird. Zur Zeit gibt es keine Anzeichen dafür, daß die Lage auf dem Geldmarkt nicht günstig bleiben wird.[2]) Im Mai ist der Geldmarkt auffällig flüssig, aber man kann nicht darauf rechnen, daß der Rückgang bald aufhört. In einzelnen Geschäftszweigen setzt eine Besserung ein. Aber weiterer Preisrückgang wird wegen der Angleichung an die internationale Lage nötig und wahrscheinlich sein. Die Ernteaussichten sind des kalten Frühjahrs wegen weniger gut (Commerce Monthly Juni 1926). Aber seit Mitte Mai überwiegen Anzeichen der Besserung in der Industrie. Im September wird Anziehen der Preise der konjunkturempfindlichen Waren verzeichnet, der Baumarkt ist zufriedenstellend, die Ernteaussichten ebenfalls, und wenn das Geld auch teurer geworden ist, so wird doch genügend zur Verfügung stehen, um den Herbst hindurch eine lebhafte Geschäftstätigkeit zu sichern.[3]) Im November kündigt sich wieder ein Rückgang an, der seine besondere Bedeutung dadurch erhält, daß die Teilzahlungsgeschäfte etwas strengere Bedingungen stellen. Hier macht sich also bezüglich der Weiterentwicklung der Konjunkturlage ein recht starker Zweifel geltend, der bei der Organisation der Abzahlungsgeschäfte hinsichtlich der Konjunkturbeobachtung nicht unterschätzt werden darf. Die Weekly Letters (S. 318) glauben allerdings auf Grund der Flüssigkeit des Geldmarkts auch für 1927 eine zufriedenstellende Entwicklung des Geschäfts voraussagen zu können.

45. Was die Politik des Bundesreservesystems angeht, so findet sie in der Gesamtbewegung der zinsbringenden Anlagen keinen Ausdruck. Diese bieten dasselbe Bild wie 1925: nach dem saisonbedingten Rückgang im Januar verhältnismäßige Stabilität bis in den Frühherbst, dann das saisonübliche Ansteigen. Die Kurve der securities jedoch zeigt stärkere Bewegungen als im Vorjahre. Nach der Diskonterhöhung in New York im Januar blieb sie zunächst unverändert. Doch unter dem Einflusse des Rückganges im Geschäftsleben wurde der Diskont in New York am 23. IV. 1926 wieder auf $3\frac{1}{2}$ % herabgesetzt, und indem sie securities kauften, schoben die Bundesreservebanken, hauptsächlich die Bank in New York, etwa 65 Millionen Dollar in Geldmarkt. Dazu kam, daß in den ersten Monaten des Jahres wieder starke Goldeinfuhrüberschüsse zu verzeichnen waren, die das ihrige zur Erleichterung der Geldmarktlage und zur Belebung des Geschäfts, insbesondere der Produktion, beigetragen haben.

[1]) Verlauf A) des Großhandelspreisindex, B) des Index landwirtschaftlicher Produkte, im Jahre 1926:

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
A	156	155	152	151	152	152	151	149	151	150	148	147
B	143	143	140	140	139	139	136	133	134	130	130	127

[2]) Weekly Letters S. 92 ff. — [3]) Weekly Letters S. 245, 261.

Es ist auffällig, daß in diesem Jahre das Bundesreserveamt eine solche Ankurbelung der Wirtschaft für nötig hielt; der Rückgang in der Industrie war geringer als in den Vorjahren, und die Großhandelsindexziffer zeigte keine Niveauverschiebung (was, da der Großhandelspreisindex gefallen war und die Großhandelsindexziffer auf Wertangaben beruht, sogar als Vergrößerung des physischen Umsatzvolumens gedeutet werden muß). Aber an exaktem Zahlenmaterial zur Beurteilung der Wirtschaftslage und der etwa nötigen Maßnahmen konnten im April erst die Märzzahlen vorliegen, die zwar überwiegend eine Besserung zeigten, aber doch in Zusammenhang mit der Produktionslage der vorhergenden Monate und noch des April selbst auf eine mögliche Depression schließen lassen konnten, und so war die Ansicht, eine Belebung der Wirtschaft vom Geldmarkte her sei wünschenswert, wohl gerechtfertigt.

In der Mai-Sitzung des Advisory Council wird festgestellt, daß die Zukunftsaussichten unbestimmt seien; bei günstiger Ernte würde sich die (in einigen Industriezweigen schlechte) Lage bessern. Die vom Board einzuschlagende Politik im Falle von Anzeichen für eine ausgesprochene Depression ließe sich nicht vorausbestimmen. Jedenfalls sei es zweifelhaft, ob in solchem Falle eine weitere Diskontermäßigung helfen würde.[1])

Für die Beurteilung der Lage ist auch bezeichnend, daß in dieser Sitzung die Frage aufgeworfen wurde, ob die Stabilisierung des Preisniveaus durch die Politik des Boards möglich und eine Ergänzung des Federal reserve act in diesem Sinne ratsam sei.

Von Mitte Juni ab werden die Ansprüche an die Bundesreservebanken wieder stärker, wie aus der Zunahme des Postens Rediskonten (s. a. Zeichnung V) erkennbar ist. Gleichzeitig vermindern die Bundesreservebanken aus diesem Grunde ihre Bestände an securities. Am 13. August 1926 wird die Diskontrate in New York zur Angleichung an die inzwischen gestiegenen Geldsätze des Marktes auf 4 % erhöht; die Bestände an Wertpapieren werden weiterhin vermindert. Der Rückgang um im ganzen 75 Millionen Dollar wird durch die saisonübliche Beanspruchung auf dem Wege der Rediskontierung und Privatdiskontierung mehr als ausgeglichen.

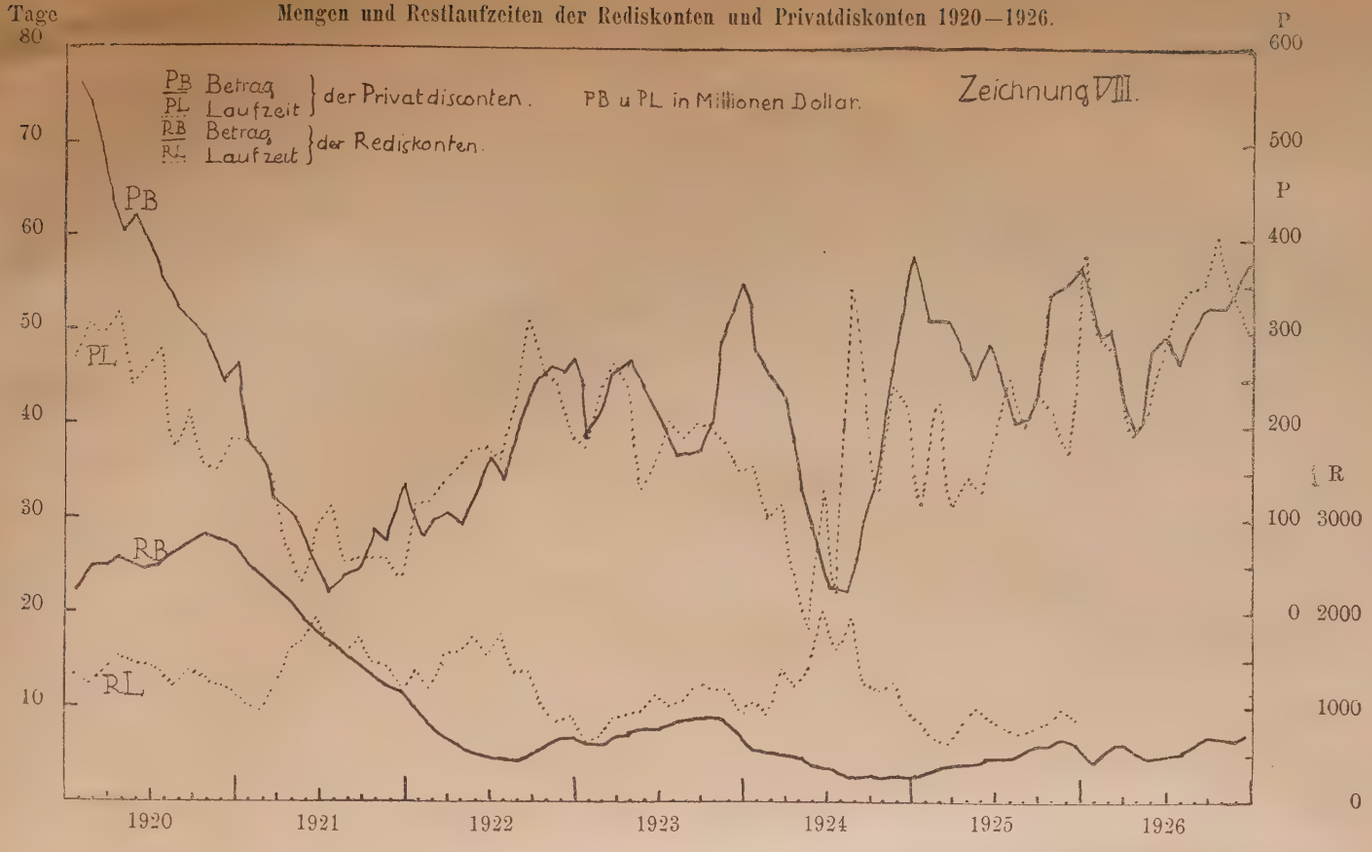
Zahlenmaterial zu Zeichnung VIII und IX.
(Aus den Jahresberichten des Bundesreserveamts).

(Tab. 6)		Laufzeit der Privatdiskonten	Laufzeit der Rediskonten	Produktionsindex. (production of manufactures)			Laufzeit der Privatdiskonten	Laufzeit der Rediskonten	Produktionsindex. (production of manufactures)
1920	1	47,05	13,21	96	1922	1	31,56	13,75	73
	2	50,50	12,26	97		2	31,99	11,94	75
	3	49,33	13,77	95		3	33,91	15,39	78
	4	51,59	15,08	89		4	35,28	15,86	81
	5	44,22	14,74	91		5	37,01	17,44	86
	6	45,72	14,48	90		6	37,57	15,61	90
	7	47,82	13,63	88		7	36,63	17,97	89
	8	36,78	12,38	88		8	42,18	13,48	87
	9	41,71	14,27	86		9	51,24	13,43	89
	10	35,51	13,26	80		10	46,23	9,99	94
	11	35,11	12,17	72		11	43,41	8,43	98
	12	38,43	11,55	67		12	39,14	9,00	100
1921	1	38,22	10,19	65	1923	1	37,74	6,08	100
	2	36,98	9,61	64		2	43,14	6,70	100
	3	33,99	12,38	63		3	46,59	8,86	103
	4	26,60	15,66	63		4	44,28	9,04	106
	5	23,20	16,76	65		5	33,02	9,45	107
	6	28,83	19,29	64		6	36,07	11,17	104
	7	31,26	16,18	64		7	40,51	10,08	102
	8	25,33	15,76	66		8	38,85	10,65	101
	9	25,89	17,22	67		9	40,32	12,56	101
	10	25,77	14,78	71		10	39,87	11,97	98
	11	25,60	14,42	72		11	38,26	11,77	96
	12	23,39	11,67	70		12	35,38	9,89	95

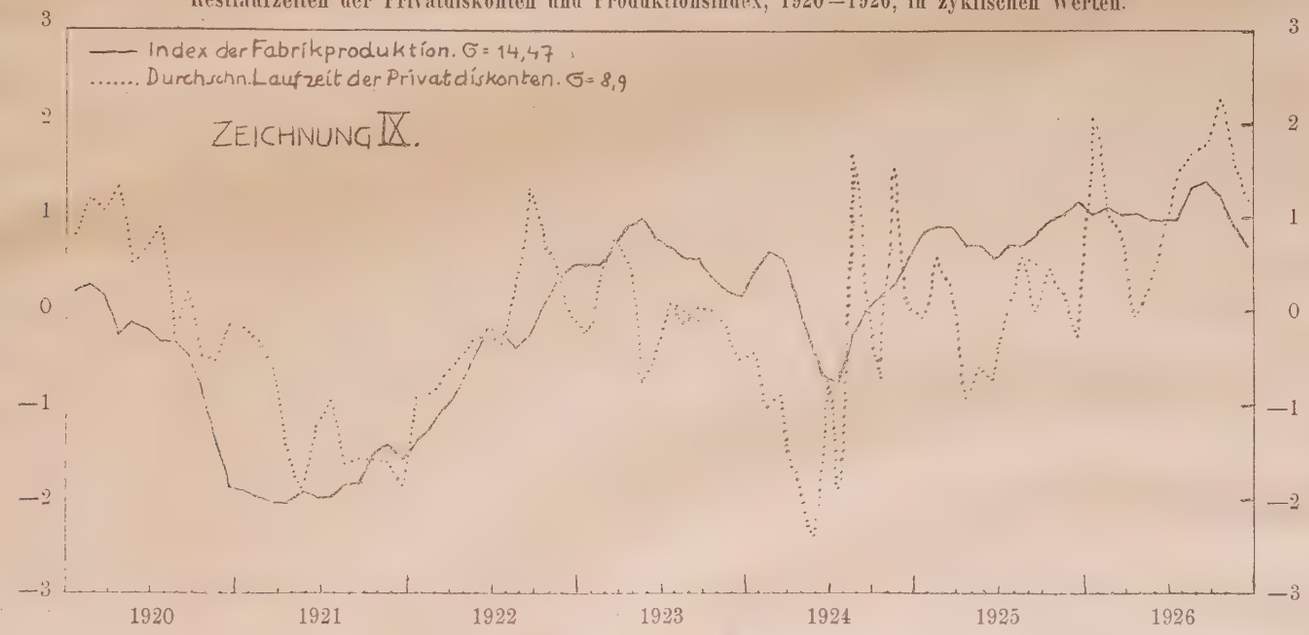
Quelle: Federal Reserve Board, XIII. Ann. Rep.

[1]) XIII. Annual Report S. 484—485.

Mengen und Restlaufzeiten der Rediskonten und Privatdiskonten 1920—1926.



Restlaufzeiten der Privatdiskonten und Produktionsindex, 1920—1926, in zyklischen Werten.



Zahlenmaterial zu Zeichnung VIII und IX

(Noch: Tab. 6)

		Laufzeit der Privatdiskonten	Laufzeit der Rediskonten	Produktionsindex (production of manufactures)
1924	1	35,72	10,64	99
	2	30,82	9,27	102
	3	31,53	14,03	101
	4	24,38	12,05	95
	5	18,51	14,23	88
	6	33,37	20,27	83
	7	22,90	16,25	82
	8	54,55	19,05	89
	9	41,51	12,50	93
	10	33,35	11,71	95
	11	44,41	12,64	97
	12	40,45	9,71	101
1925	1	39,19	8,37	105
	2	44,93	6,53	106
	3	42,26	6,12	106
	4	31,72	8,36	103
	5	34,55	9,77	103
	6	33,28	8,56	101
	7	39,69	7,69	103
	8	45,02	7,28	103
	9	39,99	7,57	104
	10	43,92	8,10	107
	11	41,57	9,79	108
	12	37,41	8,54	110
1926	1	58,18	5,38	51,03	108
	2	49,39	5,08	55,81	109
	3	47,58	5,91	53,91	103
	4	39,33	5,40	59,35	108
	5	41,86	5,33	56,45	107
	6	47,11	6,09	59,12	107
	7	52,48	5,13	57,79	107
	8	54,76	5,15	53,05	112
	9	55,54	4,95	52,60	113
	10	60,25	6,12	50,84	111
	11	54,16	6,09	52,40	106
	12	50,15	5,89	51,57	103

Laufzeit der Rediskonten: collateral notes; rediscounted bills

Quelle: Federal Reserve Board, XIII. Ann. Rep.

Exkurs zur Marktpolitik.

46. Auf eigenartige Zusammenhänge stößt man, wenn man die durchschnittlichen restlichen Laufzeiten[1]), die Bewegungen der Bestände der Rediskonten und Privatdiskonten und den Index der industriellen Produktion untereinander vergleicht.

In der Zeichnung fällt zunächst auf, daß die Kurven PB = Bestand an Privatdiskonten[2]) und PL = durchschnittliche restliche Laufzeit der Privatdiskonten gleich laufen; zwischen den Kurven RB und RL der Rediskonten besteht eine derart strenge Gemeinsamkeit nicht. Zwischen den Kurven PL und RL, den Restlaufzeiten der beiden Wechselgruppen, scheint eine Beziehung insofern zu bestehen, als ihre Höhe- und Tiefpunkte einander entgegengesetzt sind. Ferner ist ein Parallelgang nicht nur der Beträge der Privatdiskonten, sondern auch ihrer Restlaufzeiten mit der Kurve der Fabrikproduktion Kurve F festzustellen.

Die Bestände an Rediskonten sind von der Konjunkturgestaltung insofern abhängig, als sie den Kreditbedarf ausdrücken. Im großen und ganzen müßte die Kurve R also der Konjunkturlinie folgen. Daß sie dies vom Jahre 1922 ab nicht mehr im vollen Maße tut, liegt an der Geldmarktlage, die den Mitgliederbanken eine Versorgung ihrer Kundschaft mit Krediten ohne Rückgriff auf die Reservebanken gestattete.

Die Kurve der Privatdiskonten lief, wie Zeichnung IX in Verbindung mit Zeichnung VIII zeigt, in ziemlich enger Berührung mit der Kurve der Produktion. Man kann daraus schließen, daß die Bundesreservebanken alles angebotene Material aufgenommen haben; denn das Angebot wechselte je nach der Lage der Produktion[3]).

Zieht man nun die Funktionen der Marktpolitik in Betracht, so kommt man zu dem Schlusse, daß das wirksame Element der Marktransaktionen nicht die Privatdiskonten, sondern die Wertpapiere (securities) sein müssen. Denn nur im An- und Verkauf dieser hat die Bank völlig freie Entscheidung; die Weigerung, Wechsel einer bisher als sicher angesehenen Firma zu kaufen, käme einer Bankrotterklärung dieser Firma gleich. (Es sei denn, daß eine allgemeine Kreditrationierung vorgenommen wäre, was tatsächlich nicht der Fall war).

47. Der Bundesreserverat hat sich in allen regelmäßigen Sitzungen mit den Fragen der Marktpolitik befaßt. Aus den Berichten geht hervor, daß die umstrittene Marktpolitik des Jahres 1924 nicht ausschließlich der unmittelbaren Beeinflussung der gerade herrschenden Konjunkturlage galt;[4]) vielmehr sollte versucht werden, ein Portefeuille marktfähiger Papiere zu schaffen, damit im Falle bedrohlicher Entwicklung der Konjunktur ein Fonds zur Verfügung stände.

Hayecks Meinung, daß die Bundesreservebanken im Grunde nichts Wesentliches zur Geldwertregulierung getan hätten, weil sie die zinsbringenden Anlagen nicht der wirtschaftlichen Lage entsprechend abgebaut, sondern durch Käufe im offenen Markt stets im gleichen Umfange gehalten haben[1]) ist m. E. nicht schlüssig. Stiegen die Rediskonten der Mitgliederbanken, d. h. also: ging von ihnen die Initiative zur Vermehrung des Kreditumlaufs aus, so bedeutete die Wiederherstellung der gegebenen Höhe der Gesamtanlagen durch Verkäufe im offenen Markt eine Defensive der Bundesreservebanken. Andererseits hatte späterhin das Amt das Bestreben, die Depression nicht zu stark sich auswirken zu lassen: daher die Vermehrung der Marktbestände in der Depressionsperiode.

48. Die Bewegungen der Restlaufzeiten müssen sich aus den allgemeinen Geldverhältnissen erklären lassen.

Die Verlängerung der durchschnittlichen Restlaufzeit bedeutet, daß der Anteil der Papiere mit längerer Laufzeit an der Summe der diskontierten Wechsel größer geworden ist. Dies kann zwei Ursachen haben: 1. es können die Fristen der Kreditgewährung im allgemeinen länger geworden sein, sodaß auch die Gesamtlaufzeit eines Wechsels (vom Ausstellungstage bis zur Fälligkeit) im Durchschnitt größer geworden ist; oder 2. es kann die durchschnittliche Gesamtlaufzeit des Papieres unverändert bleiben, der Wechsel jedoch früher bei den Banken diskontiert werden, womit nur die Restlaufzeit vergrößert werden würde.

Es muß hier wieder daran erinnert werden, daß der Ausweisposten „bills discounted“ (hier mit „Rediskonten“ übersetzt) zwei verschiedene Papierarten umfaßt: die „collateral notes“, das sind eigene Wechsel der Mitgliederbanken mit einer Laufzeit von höchstens 15 Tagen, und die Rediskonten im engeren Sinne, d. h. von den Mitgliederbanken an die Reservebanken weitergegebene Kundenpapiere mit einer Laufzeit von im allgemeinen nicht mehr als 90 Tagen bei der Einreichung bei der Reservebank[2]). In den Jahren 1920 bis 1924 zeigte sich eine Tendenz zum Übergange von der Finanzierung durch rediskontierte Kundenpapiere zur Finanzierung durch collateral notes, die sich im ständigen Absinken der Kurve RL ebenso ausdrückt wie in den Zahlen nachstehender Übersicht:

Jahr	prozentualer Anteil der collateral notes an den gesamten im Jahre diskontierten Wechseln		
1920	65	1924	81
1921	54		
1922	71		
1923	78		

Der größere Anteil der kurzfristigen collateral notes drückt die durchschnittliche Laufzeit der gesamten Masse herunter. Die (saisonmäßigen?) Schwankungen in der durchschnittlichen Laufzeit der „Rediskonten“ scheinen im wesentlichen nicht auf Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der collateral notes zurückführbar; im Jahre 1926 sind zum ersten Male die durchschnittlichen Laufzeiten der beiden Wechselgruppen getrennt ausgewiesen, und es zeigt sich keine nennenswerte Veränderung im Laufe des Jahres bei den collateral notes, eine starke Schwankung jedoch bei den rediskontierten Kundenwechseln. Auffällig ist, daß deren Anteil an dem Gesamtbetrage der „bills discounted“ stets in Zeiten steigt, wo die Erzeugung stark nachläßt: nämlich in der Krise 1920—1921 und 1924. Die Mitgliederbanken scheinen in solchen Zeiten nicht gern kurzfristige Kredite bei den Reservebanken aufzunehmen, die sie innerhalb 15 Tagen zurückzahlen müßten; sie geben einen

[1]) „Der Ausdruck „durchschnittliche restliche Laufzeit“ (average maturity) ... bedeutet die Anzahl der Tage zwischen dem Zeitpunkt, an dem die Wechsel bei den Reservebanken diskontiert oder von ihnen gekauft worden sind, und dem Tage ihrer Fälligkeit. Wenn also ein am 1. Januar ausgestellter Wechsel am 10. Januar bei der Reservebank diskontiert und am 20. Januar fällig wird, wird seine Restlaufzeit ... mit 10 Tagen angegeben“. Brief des Bundesreserveamtes an den Verfasser. — [2]) Bestände jeweils am letzten Berichtstage im Monat. — [3]) Daß diese in der untersuchten Zeitspanne größere Schwankungen zeigt als der Handel, erklärt sich daraus, daß in dem beginnenden Prozesse der Anpassung der Produktion an den Bedarf der Handel als Vermittler den ersten Schritt hat. So hatte sich der Handel auf Deckung des augenblicklichen Bedarfs umgestellt, während die Produktion, darauf bedacht, ihren Apparat möglichst weit auszunutzen, gelegentlich mehr produzierte, als der Handel unter diesen Umständen aufnehmen konnte. Der Händler kennt die Aufnahmefähigkeit des Marktes besser, als die vom Konsumenten weiter entfernte Industrie. — Zur Frage der Parallelität zwischen der Menge der Privatdiskonten und der Industrieproduktion s. a. Snow, Some observations on trade forecasting and prices. Journal of the Royal Statistical Society, 1926, S. 635 ff. — [4]) Hayeck, F. A. Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit Überwindung der Krise von 1920. Zeitschr f. Volkswirtsch. Wiss. und Soz. Pol., neue Folge, Bd. 5, S. 61.

[1]) Vergl. Abschn. 26 ff., S. 33 ff. — [2]) Vergl. Abschn. 23.

größeren Teil ihrer Kundenwechsel weiter, die von der Reservebank unmittelbar eingezogen werden (wovon die Mitgliederbanken normalerweise also endgültig befreit werden), und sie schonen auf diese Weise ihre eigene Kreditschöpfungskraft. Wie weit die Erwägung mitspielt, daß die Mitgliederbanken von ihren Kunden meist höhere Diskontsätze nehmen, als sie selbst der Reservebank zu vergüten haben, welche Gewinnspanne in Zeiten angespannteren Geldmarktes sich erhöht, ist schwer zu entscheiden.

Die Privatdiskonten bestehen im Durchschnitt zu 99,5 % aus Bankakzepten, zu 0,5 % aus Handelsakzepten. Sie stammen zu durchschnittlich 25 % aus dem Binnenhandel, zu 75 % aus dem Außenhandel. Die Änderungen ihrer Laufzeiten in gleichem Rhythmus der Änderungen der Erzeugung lassen sich dadurch erklären, daß der Rohstofflieferant, der verarbeitende Fabrikant und der Abnehmer der Fertigwaren bei Belebung des Geschäftsganges längere Zahlungsfristen voneinander fordern bezw. einander einräumen zu können glauben. Mit der Abschwächung der Konjunktur aber fällt jeder Grund für eine großzügigere Kreditgewährung fort. So ändern sich die Gesamtlaufzeiten der Wechsel je nach der Produktionslage, und infolgedessen ändert sich die Restlaufzeit entsprechend.[1])

[1]) Der Korrelationskoeffizient zwischen den in Zeichnung IX dargestellten Restlaufzeiten der Privatdiskonten und dem Produktionsindex beträgt nur + 0,61. Dieser geringe Wert erklärt sich daraus, daß die Durchschnittslaufzeit viel häufigere und weitere Ausschläge zeigt als die Fabrikerzeugung. Insbesondere nach der Erzeugungsstockung im Sommer 1924 zeigt sich die Kurve der Restlaufzeiten viel empfindlicher gegen die gelegentlichen Baissestimmungen als die Erzeugung selbst.

II. Teil:

Theoretische Betrachtungen zur Konjunkturprognose.

1. Die logischen Grundlagen der Konjunkturprognose.

49. Bereits im ersten Teil sind gelegentlich Fragen der Konjunkturtheorie und der Theorie der Konjunkturprognose gestreift worden. Dieser zweite Teil wird die Vorgänge in der amerikanischen Wirtschaft, die im 3. Kapitel des ersten Teiles dargestellt sind, unter dem Gesichtspunkte ansehen, was aus ihnen für die Theorie der Konjunkturprognose zu folgern ist. Dabei steht im Hintergrunde der Betrachtung stets der Gedanke an die Verwertbarkeit der Konjunkturprognose im Dienste der Konjunkturpolitik, die als das Streben definiert sein mag, Spannungen im Wirtschaftsablauf auszugleichen, soweit diese Spannungen auf „konjunkturbildende" Erscheinungen zurückführbar sind. Was konjunkturbildende Erscheinungen sind, wird im Laufe der Arbeit deutlicher werden. Die Konjunkturpolitik wird nur so weit in die Betrachtung einbezogen, als sie vom Staate oder von Staatsorganen — wozu trotz der privatrechtlichen Form auch jeweils die Zentralbanken gehören — bewirkt werden kann.

50. Die logischen Grundlagen der Konjunkturprognose hat Kondratieff aufgezeigt, und wir folgen hier seiner Darstellung:[1])

Prognose ist ein Schluß auf wissenschaftlicher Grundlage aus bekannten auf unbekannte zukünftige Ereignisse. Voraussetzung für die Möglichkeit der Prognose ist zunächst das Bestehen einer notwendigen und bestimmten Kausalrelation zwischen den Erscheinungen. Dieser Kausalnexus allein reicht jedoch zur Begründung einer Prognosemöglichkeit nicht aus, da alle Geschehnisse untereinander zusammenhängen und gegenseitig von einander abhängen und ihre Gesamtanordnung sich ständig verschiebt, sodaß jedes Ereignis individuell bestimmt ist und als solches nie wiederkehren kann. Es genügt nicht, festzustellen, daß auf A B folgen wird; denn das Ereignis A, auf das dieser Schluß sich gründet, wird nie wieder als A erscheinen, sondern als A' oder A'' usw. mit der Folge B', B'' usw. Deshalb ist die Prognose erst unter Hilfe einer zweiten Voraussetzung möglich, nämlich daß die Ereignisse in typischer Form regelmäßig wiederkehren. Dadurch wird die Begrenztheit des menschlichen Wissens um und der beschränkte Überblick über die jeweils wirkenden Kausalzusammenhänge ausgeglichen. Wenn auch die einzelne Erscheinung in ihrer Individualität nicht wiederkehren kann, besteht sie doch tatsächlich nicht als einzelne, sondern in Verbindung mit anderen. Jede Verbindung von Erscheinungen ist nun einerseits das Ergebnis einer großen Zahl zusammenwirkender Elemente, andererseits ein Teil einer anderen, weiteren und allgemeineren Kombination. Da eine große Zahl von Elementen in einer Kombination zusammenwirken, werden Ursachen von mehr oder weniger zufälliger Natur neutralisiert, und die Einflüsse von verhältnismäßig konstanten und allgemeinen Ursachen treten hervor. Diese ergeben so die Grundlage für die Regelmäßigkeit im Ablauf der Geschehnisse. Es sind also die Regelmäßigkeiten, die die wahrscheinlichste Linie bestimmen, auf der komplizierte Ereignisse sich entwickeln werden. Die einzelne Erscheinung kann in Wirklichkeit von dieser Linie abweichen, in der Gruppe der Naturerscheinungen weniger stark, in der Sphäre der sozialen Erscheinungen stärker. Die Gesetzmäßigkeiten — statische und vor allem dynamische — ermöglichen es also, den Ablauf der Geschehnisse vorauszusehen, jedoch nur innerhalb einer gewissen typischen Durchschnittslinie.

Über die Existenz von Kausalität und Regelmäßigkeit hinaus ist deren Kenntnis zur praktischen Möglichkeit einer Prognosestellung nötig. Das Wissen ist jedoch quantitativ und qualitativ beschränkt. Weder sind alle Kausalverbindungen bekannt, noch sind innerhalb der bekannten (oft nur empirisch gefundenen) alle Zusammenhänge und ihr Ablauf erkannt. Insbesondere die Gesellschaftswissenschaften sind hier in einer ungünstigen Lage. „Erstens kennen wir niemals die Konstellation der Ereignisse in allen ihren Einzelheiten. Zweitens wissen wir, obgleich alle Erscheinungen kausal bedingt sind, niemals alle Kausalbeziehungen. Drittens besitzen wir, obgleich die Erscheinungen gesetzmäßig verlaufen, niemals die Kenntnis aller Gesetzmäßigkeiten, insbesondere nicht der dynamischen. In allen diesen drei Beziehungen steht uns, dank der Kompliziertheit der sozialen Wirklichkeit, auf dem sozialökonomischen Gebiet der Wissenschaft das geringste Wissen zur Verfügung." (S. 223.)

In allen den Fällen, in denen die Grenzen des bestehenden Wissens überschritten werden müssen, sind die allgemeinen Möglichkeiten der Voraussage und ihrer Genauigkeit wesent-

[1]) Kondratieff, N. D., Das Problem der Prognose, insonderheit der sozialwirtschaftlichen. Annalen der Betriebswirtschaft, I. Jahrg, (1927). S. 41 ff, 211 ff.

lich herabgesetzt. Insbesondere in folgenden Fällen zeigen sich diese Schwierigkeiten:

1. in der Voraussage sehr komplizierter Geschehnisse,
2. in der Voraussage auf fernere Zukunft,
3. in der Voraussage in Gebieten, die starken Einflüssen äußerer, heterogener Faktoren unterliegen,
4. in der Voraussage in Gebieten, die starken und kaum beherrschbaren Einwirkungen der Menschen unterliegen.

Für die Konjunkturprognosse, aufgefaßt als Voraussage des Zeitpunkts, in dem ein Kreislauf beginnen oder ein laufender in eine bestimmte Phase getreten sein wird, ergibt sich auf dieser Grundlage folgendes: Die kommenden Ereignisse in ihrer Fülle vorauszusehen, ist nicht möglich. Es ist nicht einmal möglich, Zeit und Intensität ihres Eintritts im ganzen zu bestimmen. Man muß sich damit begnügen, die allgemeinen Tendenzen des Verlaufs des Erscheinungskomplexes festzustellen und Zeit und Intensität annähernd zu umreißen. Gefährdet wird die Richtigkeit auch dieser Annäherungsprognose durch Einwirkungen außerwirtschaftlicher Art und die Unberechenbarkeit des menschlichen Einflusses, der, wenn auch in sich von anderer Richtung her kausal bedingt, in diesem Zusammenhang einem „freien Willen" gleichkommen kann.

2. Die konjunktur-theoretische Grundlage der Konjunkturprognose.

51. Auf diesen Grundlagen können wir nun unsere spezielle Theorie der Konjunkturprognose als Hilfsmittel der Konjunkturpolitik weiterbauen. Wir prüfen die Theorien über die Ursache der Konjunkturbewegungen unter dem Gesichtspunkte, ob die in ihnen behaupteten Kausalverknüpfungen zwischen irgendwelchen Geschehnissen und dem eine gewisse Regelmäßigkeit zeigenden Wechsel in der „allgemeinen Marktlage" den tatsächlichen Verhältnissen gerecht werden und gleichzeitig Grundlagen einer Konjunkturprognose und einer Konjunkturpolitik sein können. Dabei ist „Grundlage" sowohl im logischen wie vor allem im höchst praktischen Sinne gemeint; so nämlich, daß die Theorie diejenigen Stellen im Gefüge des Konjunkturablaufes aufzeigen muß, an denen ein konjunkturpolitischer Eingriff leicht und zweckmäßig und mit ausreichendem Erfolge ansetzen kann. Es kommt also nicht auf Theorie als Erkenntnismittel an, sondern auf eine Arbeitshypothese. Infolgedessen wird in der Praxis der Konjunkturpolitik die Kausalerklärung des Konjunkturkreislaufs (Theorie) gelegentlich hinter der analytischen Beschreibung zurückstehen müssen.

52. Eine Konjunkturtheorie muß zweierlei erklären: das Zustandekommen eines Aufschwunges und die Ursachen seines Abbruches in einer Krise, oder anders ausgedrückt: Wodurch wird das (als Ausgangspunkt gesetzte und von der Konjunkturpolitik erstrebte) Gleichgewicht in einem Wirtschaftskreise gestört, und welche Kräfte in dem Mechanismus, der durch die Austauschbeziehungen der einzelnen Wirtschaften untereinander zuzüglich der gesellschaftlichen Gegebenheiten wie etwa Geldverfassung usw. gebildet wird, tendieren dazu, eine Rückbildung des Gleichgewichtes herbeizuführen?[1])

[1]) Es gibt Theorien, die den Begriff des Gleichgewichts als Ausgangs- oder Endpunkt nicht zulassen. Tatsächlich aber liegt er in diesen insofern versteckt, als es auch hier einen Zeitpunkt geben muß, in dem ein Ausgleich etwa zwischen der Bewegung der Einkommensströme (Lederer) oder anderer Konjunkturursachen eingetreten ist, der jedoch durch den Mechanismus der Kausalverkettungen sofort zerstört wird, also sich nicht auswirken kann.

Die Analyse der 230 Theorien, von denen Foster und Catchings sprechen[1]), scheint mir nicht notwendig. Es genügt, wenn die wichtigsten Typen analysiert werden, in denen die stets variierten Grundauffassungen vom Wesen der Konjunkturkreisläufe sich zusammenfassen lassen.

Die Kreislaufverursachung.

53. In der neueren Entwicklung der Lehre von der Konjunktur lassen sich 2 Grundanschauungen feststellen: Die psychologische und die mechanistische. Jede der beiden läßt sich wiederum in 2 Gruppen teilen: Kreislauftheorien und Wellentheorien.

Kennzeichen der psychologischen Theorien ist, daß seelische Vorgänge als letzte und einzige Ursache des Ablaufs des Wirtschaftslebens im Konjunkturwechsel angesehen werden; die mechanistischen Theorien dagegen sehen als Ursache der Konjunkturschwankungen Vorgänge des äußeren Geschehens an, die an sich wirtschaftlich relevant sein können oder auf irgend einem Umwege die Wirtschaft beeinflussen.[2]) In letzter Analyse liegt auch ihnen meist die psychische Tatsache des Strebens nach Gewinn zugrunde; der Unterschied gegen die psychologischen Theorien besteht darin, daß diese ihrer Betrachtung das schwer durchdringbare Gebiet des menschlichen Innenlebens unmittelbar zugrundelegen, während die mechanistischen Theoretiker die unmittelbaren Gegebenheiten des Wirtschaftslebens als Grundlage annehmen.[3])

Kreislauftheorien nenne ich die Theorien, nach denen ein Konjunkturkreislauf notwendig und gesetzmäßig auf den andern folgen muß. Wellentheorien sind diejenigen, die jede Konjunkturwelle als in sich geschlossene Erscheinung denken, auf die nicht unbedingt eine andere zu folgen braucht.[4])

54. Vertreter der psychologischen Kreislauftheorie ist Pigou.[5]) „Selbst in einer Gesellschaft, in der das allgemeine Preisniveau stabilisiert wäre, würde sich eine Tendenz zu kreisläufigen Bewegungen finden, die hauptsächlich durch eine rhythmische Wiederkehr von irrtümlichem Optimismus und irrtümlichem Pessimismus veranlaßt werden." Diese Irrtümer der Geschäftswelt bringen dadurch, daß die Geschäftsleute ihre Dispositionen ihrer Stimmung gemäß treffen, den Umschwung von der Depression zur Blüte und umgekehrt zustande. Weshalb diese Stimmungen die Geschäftswelt überfallen, ist unklar; Pigou macht der mechanistischen Anschauung die Konzession, die Änderungen in der Gemütsverfassung (changes in mental attitude) für „not autonomous" zu erklären: gute Ernten und ähnliche Ereignisse hätten darauf einen Einfluß.[6])

[1]) Foster and Catchings, Business without a buyer. S. 15. — [2]) „Kosmische" Theorien — Jevons, Moore — gehören in die mechanistische Gruppe, da Konjunkturanstoß der Ernteausfall ist. Als Weiterführung ist Andersons statistische Analyse der amerikanischen Verhältnisse 1919—1925 in The American Economic Journal, Vol. XVII, Seite 230 ff, wertvoll. — [3]) Daß das Gewinnstreben objektiviert wird, daß der Gewinn nicht mehr als private Bereicherung, sondern als Dienst am Unternehmen, späterhin auch als Dienst an der Volkswirtschaft mit dem Ziel der Erweiterung der Erzeugung für künftigen Bedarf aufgefaßt wird, ändert an seiner Wirksamkeit als psychisches Agens im Konjunkturprozeß nichts. — [4]) Die Einteilung in organische und anorganische Theorien bezw. endogene und exogene Verursachung fällt mit dieser im Hinblick auf die Möglichkeiten der Prognose und der Konjunkturpolitik getroffenen Einteilung nicht ganz zusammen. (Vergl. auch meinen Aufsatz „Grundformen der Konjunkturtheorien", Technik und Wirtschaft 1925, Seite 342 ff. — [5]) Pigou A. C, Economics of Welfare, Kap. 6 und 7 des VI. Teils. Essays in applied economics, Seite 35 ff. Zitate nach Pigous Aufsatz in: Is Unemployment inevitable, Seite 91 ff. — [6]) Ähnlich die Stellungnahme des Psychologen Wundt: Die Ursachen der Konjunkturbewegungen sind Gefühlsvorgänge, zu deren Hervortreten und Wirken die wirtschaftlichen Vorgänge Anlaß geben. Zitiert bei Esslen, Konjunktur und Geldmarkt, Seite 21.

Auch die Kreditverhältnisse spielen bei dem Ablauf der Kreisläufe eine Rolle, wenn auch nur als Folgeerscheinung anderer Vorgänge. Das Mittel, die Konjunkturschwankungen auszuschalten, ist nach seiner Ansicht nur das Wissen (knowledge); denn Unwissenheit ist der Grund der Schwankungen zwischen Optimismus und Pessimismus.[1])

Spiethoff[2]) stellt ebenfalls psychische Vorgänge an den Anfang des Konjunkturzyklus. Den Anreiz zur Auslösung des Seelischen, das letzte Ursache der Konjunkturschwankungen ist, geben Vergrößerungen der Gewinnaussichten infolge Erschließung neuer Märkte und technischer Fortschritte.[3]) Übererzeugung führt die Krise herbei. Auf eine Depression folgt nicht ohne weiteres ein neuer Aufschwung: Es muß erst eine Gelegenheit zur Betätigung des „Seelischen" entstehen (psychische Wellentheorie).

Die mechanischen Kreislauftheorien, wie sie z. B. Mitchell[4]) und im gewissen Sinne auch Herkner[5]) vertreten, leiten den Ursprung einer Konjunkturphase ursächlich aus der Lage ab, die von der vorhergehenden Phase geschaffen ist. Der Aufschwung, den man gewohnheitsmäßig als den Anfang eines neuen Kreislaufs betrachtet,[6]) entsteht nach ihrer Meinung zwangsläufig aus der vorhergehenden Depression. Die Kette der Phasen läuft ins Unendliche weiter. Über die ursächliche Verbundenheit der Phasen untereinander und über den Kausalzusammenhang zwischen Volkswirtschaft und Konjunkturphänomen bestehen unter den einzelnen Lehren beträchtliche Meinungsunterschiede, die jedoch an dieser Stelle nicht interessieren.[7])

55. Das wesentliche Kennzeichen der mechanistischen Wellentheorien ist, daß sie jeden Kreislauf (oder richtiger: jede Welle) als abgeschlossenes Ereignis betrachten. Diese „Wellenbewegung des Wirtschaftslebens"[8]) entsteht „durch größere wirtschaftliche Umwälzungen, neue Einrichtungen und Verhältnisse, zu deren Beherrschung die wirtschaftende Menschheit erst durch längere Erfahrung erzogen werden muß".[9]) Nachdem eine Welle erregt worden ist, läuft sie regelmäßig in Aufschwung, Krise, Depression, Erholung ab; doch muß, sei wiederholt, auf die Erholung nicht ein neuer Aufschwung folgen: das Wirtschaftsleben kann in einem labilen Gleichgewicht verharren.

Es scheint mir, daß diese Gruppe den tatsächlichen Vorgängen im Wirtschaftsleben am nächsten kommt, und daß sie den brauchbarsten Hintergrund für Konjunkturprognose und -politik abgibt.

Was nämlich bedeuten die Anschauungen der einzelnen Theoriengruppen bei ihrer Übertragung in diese Praxis?

56. Unter der Voraussetzung der früheren extremen psychologischen Lehre Pigous scheint es kein anderes Mittel der Konjunkturbeeinflussung zu geben, als die Aufklärung der Geschäftsleute über die Irrtümlichkeit ihrer Stimmungsschwankungen. Praktisch ist aber damit nichts anzufangen; wir brauchen zuverlässigere Mittel, und wir wissen, daß es solche gibt. Eine Konjunkturvoraussagung auf der Grundlage sprunghaften Wechsels zwischen Optimismus und Pessimismus ist unmöglich.

Was die mechanistischen Kreislauftheorien angeht, so halte ich die Herleitung des Aufschwungs als zwangsläufige Folge der Depression, die für unser Problem der springende Punkt ist, nicht für schlüssig.[1]) Für die Konjunkturvoraussagung ist die Annahme einer ewigen Wiederkehr der Konjunkturphasen sehr verlockend; auf dieser Grundlage könnte man mit ziemlicher Sicherheit den Gang der Wirtschaft auf einige Zeit voraussagen, sobald man ausreichende Erfahrungen über Wellenlängen und Phasenabstände der einzelnen Komponenten gesammelt hätte.

Tatsächlich liegt auch, wie oben angeführt, dem Harvard-Barometer eine solche Anschauung zugrunde. Auch das Problem der Konjunkturbeeinflussung scheint unter den Voraussetzungen der mechanistischen Kreislauftheorie verhältnismäßig einfach zu lösen: sofern man nämlich nichts anderes zu tun hätte, als die eine und immer wieder wirkende Grundursache des Kreislaufphänomens zu beseitigen.[2]) In diesem Geiste ist der Fishersche Plan der Geldwertregulierung durch einmaliges Dekret und nachfolgende kleine Korrekturen zu verstehen. Die Ausschaltung der Geldwertschwankungen sollte auf alle andern Erscheinungen der Wirtschaft durch Stabilisierung des Verhältnisses von Angebot und Nachfrage — des Grundverhältnisses der Konjunkturschwankungen — ebenfalls stabilisierend wirken.[3])

Der grundsätzliche Fehler ist, daß Fisher die Geldwertschwankungen nur in ihrer Eigenschaft als nächste Ursache anderer Schwankungen im Wirtschaftskomplex ansieht, ohne auf die Ursachen der Geldwertschwankungen selbst zurückzugehen. Logisch würde sich in dieser Lage jede Konjunkturpolitik befinden, die auf einer Theorie aufgebaut wäre, die eine ständige Wiederholung des Kreislaufs aus einer einzigen Grundursache heraus ableitet; denn diese eine Ursache wäre in gewissem Sinne auch Wirkung ihrer selbst. Der Politik würde hier, wenn wirklich Endgültiges erreicht werden sollte, die Arbeit zufallen, den gesamten Bau der Wirtschaft derart zu verändern, daß Unterkonsumtion infolge zu geringen Anteils der Löhne gegenüber der Güterproduktion, Verschiebungen in den Einkommensströmen, Nachhinken des Zinsfußes hinter der Realverzinsung und was es an solchen „einzigen Ursachen" noch gibt, nicht mehr möglich sein können.

Überblickt man jedoch die Ereignisse, die nach geschichtlicher Feststellung[4]) vor jeder Aufschwungsbewegung gestanden haben, und deren Auswirkungen in den Aufschwungsperioden meist erkennbar sind, so kommt man zu dem Schluß, daß eine Konjunkturregulierung auf der Basis mechanistischer Kreis-

---

[1]) In seinem neuen großen Werk Industrial Fluctuations hält Pigou zwar noch die psychologische Theorie als Grundanschauung fest, aber der Anstoß zu den „errors" liegt vorwiegend auf Ursachengebieten typischer mechanistischer Theorien: Ernteausfall, Erfindungen, Modeschwankungen usw, sodaß heut tatsächlich eine Mischung aus mechanistischen Theorien mit dem üblichen Hintergrund des Gewinnstrebens und daraus entstehender Überbewertung der Günstigkeit der Geschäftsaussichten vorliegt. — [2]) Handwörterbuch der Staatswissenschaften 4. Auflage 6. Band S. 8 ff. — [3]) Umgekehrt argumentiert Rosa Luxemburg (Die Akkumulation des Kapitals S. 1 ff.) und kommt auf diesem Wege zu einer Kreislauftheorie. — [4]) Business Cycles (1913), ferner in: The Stabilization of Business S. 1 ff. und in: Business cycles and unemployment S. 1 ff. Business cycles, The Problem and its Setting, New York 1927 (darin auch eine Übersicht und Darstellung der wichtigsten Konjunkturtheorien). — [5]) Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Auflage Bd. 6, S. 253 ff. — [6]) Darüber, was diese Annahme für Voraussagung und Politik bedeutet, siehe weiter unten. — [7]) Siehe weiter unten. — [8]) Schumpeter, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 39, S. 1 ff. — [9]) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 1. Auflage S. 467. Ähnlich auch Adams a. a. O.; Wicksell, Vorlesungen, 2. Bd. S. 241.

[1]) In den Einzelheiten der Beweisführung gegen die Kreislauftheorien zugunsten der „Physical force theories" schließe ich mich Adams an (a. a. O. S. 111 ff.). — [2]) Ähnlich auch ist die sozialistische Stellungnahme. — Daß die verschiedenen Theorien verschiedenes als dies Eine annehmen, braucht hier nicht berücksichtigt zu werden. — [3]) Fisher, J., Stabilizing the Dollar. — [4]) Eine kurze Darstellung der Konjunkturkreisläufe seit 1370 findet sich in Mitchells Business Cycles (1913).

lauftheorien nicht möglich ist. Ist ein Kreislauf einmal im Gange, so nimmt er ungefähr den gleichen Verlauf wie seine Vorgänger. Was ihn in Gang bringt, ist regelmäßig eine scharfe Steigerung der Nachfrage, die nicht unbedingt vom Konsumenten ausgehen muß. Die Gründe dieser Steigerung sind von Fall zu Fall verschieden — Erfindungen, Ernten, Kriege, Erweiterung der Märkte, Geldzufluß, Inflation usw. —, und sie sind durchaus nicht vorhersehbar.

57. Der Aufschwung eines Konjunkturkreislaufs ist meist die Einleitung einer Änderung in der Struktur der Volkswirtschaft. Es kann eine kurzlebige Änderung in der der Wirtschaft zur Verfügung stehenden Gütermenge sein — die Erntemengenschwankungen und die daraus ergebenden Verschiebungen der Kaufkraft zwischen den verschiedenen Wirtschaftsschichten gehören hierher; oder es kann auch eine tiefgreifende Umstellung des technischen Apparates vorliegen, wie etwa die deutschen Konjunkturaufschwünge zur Zeit der größeren Einführung der Elektrizität oder in jüngster Zeit der „Rationalisierungsaufschwung" in Deutschland oder die Konjunkturperiode in Amerika 1923.

Strukturändernde Geschehnisse sind unvoraussehbar. Die Konjunkturforschung kann deshalb nichts darüber sagen, wann nach Ablauf eines Kreislaufs ein neuer beginnen wird. Sie kann nur sagen, ob die Bedingungen für einen Aufstieg günstig sind, indem sie feststellt, daß der Geldmarkt flüssig, die Löhne niedrig, die Vorräte an Verbrauchsgütern gering, die Erzeugung an Mineralien ausdehnungsfähig sei, was alles höchst relative Angaben sind. Erst wenn der Konjunkturkreislauf durch einen strukturändernden Anstoß zur Entwicklung gebracht ist (und an solchen hat es bisher nicht gefehlt, woraus die Ansicht der Kreislauftheoretiker von der „Ewigkeit" der Kreislaufsbewegung erklärbar wird)[1]), erst dann kann eine Prognose etwas mehr sagen: nämlich daß — ceteris paribus — eine Krise kommen wird.

Die Unvorhersehbarkeit des Aufschwunges bedeutet für die Konjunkturpolitik einen Verzicht auf jedes präventive Eingreifen; denn es ist nicht zu sehen, wo eingegriffen werden könnte, ehe ein neuer Aufschwung sich entwickelt hat. Die Entstehung konjunkturbildender Anstöße ist nur in einem Falle — Inflation — dem menschlichen Willen ganz unterworfen. Auf den Ernteausfall haben wir keinen Einfluß; die strukturverändernde Wirkung einer Erfindung oder eines Vorganges wie der großen deutschen Rationalisierung ist schwer zu übersehen und noch schwerer von autoritativer Seite in eine Form zu bringen, die das Gleichgewicht der Einkommensströme, der Erzeugungsmengen der verschiedenen Industrien, des Verhältnisses von Geld- und Kapitalmarkt und der anderen am Ablauf eines Konjunkturkreislaufs beteiligten Faktoren nicht stört.

Gegen die unvorhersehbaren Konjunkturschwankungen schützt die einmalige Kaufkraftregulierung nicht. Selbst wenn es gelingen sollte, das Preisniveau stabil zu erhalten, würde eine Nachfragesteigerung bei beliebig vermehrbaren Gütern doch eine Erhöhung der Erzeugung mit sich bringen, die durch Unproportionalität der Erzeugung in den verschiedenen Gebieten der Industrie oder Überschätzung der Aufnahmefähigkeit des Marktes eine Krise herbeiführen müßte.[2]) Für die Konjunkturprognose ergeben sich, wie gesagt, Schwierigkeiten, da der Aufschwung nie vorauszusehen ist, und dies deckt sich nur zu gut mit den tatsächlichen Erfahrungen.

[1]) Welchen Sinn hat die Eliminierung des „trend", wenn man den Aufschwung eines Konjunkturkreislaufs als Beginn einer Strukturänderung ansieht? Ist sie dann noch mehr als ein Hilfsmittel, mit dem eine leichtere Vergleichbarkeit der verschiedenen Reihen erzielt werden kann? — [2]) Siehe z. B. bei Clark, Economics of overhead costs, S. 388 ff.

Der Ablauf des Kreislaufs.

58. Es wäre sinnlos, zu den vorhandenen 230 Theorien noch eine 231. hinzuzuschaffen. Denn nach dem heutigen Stande der Erkenntnis des Wesens und des Verlaufes des Konjunkturphänomens ist es nicht mehr möglich, eine einzelne Erscheinung des Wirtschaftslebens oder auch eine Gruppe solcher Erscheinungen als einzige Träger des Konjunkturkreislaufs aufzufassen. In der Verursachung des Kreislaufs scheinen die schon öfter erwähnten Ursachen: Ernteausfall, weitgreifende technische Fortschritte, aber auch vielleicht trotz der fortschreitenden Ablösung vom Gold als täglichem Zahlungsmittel und als tatsächlicher Währungsgrundlage noch Veränderungen in der Goldversorgung, die führende Rolle zu spielen. Die Ursachen und Ursachengruppen, die die Kreislauftheorien in den Vordergrund stellen, scheinen mir zu einem Teil den Ablauf, nicht das Entstehen, eines Kreislaufs zu erklären, andererseits aber die Lösung der Frage zu bieten, weshalb eine Verschiebung in Angebot oder Nachfrage gerade die uns bekannte Form des kreisläufigen Ablaufes einer Strukturänderung des Wirtschaftslebens hervorruft. Kaum eine der in folgender Übersicht[1]) zusammengestellten Konjunkturerklärungen ist völlig abzulehnen. Die dort behaupteten Zusammenhänge können als Anlaß oder als Grundursache oder drittens als weitertreibender Faktor im Kreislauf wirksam sein.

Einige Typen von Konjunkturtheorien, nach den zugrundegelegten Ursachenverknüpfungen geordnet.

I. Theorien, die die Kreisläufe auf physische Prozesse zurückführen:

Die Theorien von Jevons und Moore, die kosmische Kreisläufigkeit der Wetterverhältnisse annehmen, die durch den Einfluß auf die Ernten die Konjunkturkreisläufe hervorrufen. Qua Ernteausfall auch die Dietzelsche Theorie. In gewissem Sinne auch Sombarts Theorie von der Verschiedenheit des Rhythmus in den organischen und anorganischen Industrien, doch spielt hier schon die Struktur der gesellschaftlichen Organisation mit hinein.

II. Psychologische Theorien (Pigou).

III. Theorien, die auf der gesellschaftlichen Organisation aufbauen (theories which trace business cycles to institutional processes):

1. Konjunkturkreislauf als Ausfluß der Änderung der gesellschaftlichen Organisation: etwa Schumpeters Ansicht von dem ruckweisen Auftreten und der ruckweisen Durchführung von mechanischen Neuerungen.

2. Der Konjunkturkreislauf als Wirkung der Struktur und der Wirksamkeit gesellschaftlicher Organisation:

a) Geldwirtschaft, Konkurrenzwirtschaft, kapitalistische Wirtschaftsverfassung (Gewinnprinzip) als Konjunkturursache.

b) Mangel an Gleichgewicht zwischen dem verteilten oder verwendeten Einkommen und der Güterproduktion: etwa Lederers Annahme, daß das Einkommen des Verbrauchers infolge der Verschiedenheiten im Ausmaße der Preisbewegungen verschiedener Gütergruppen bald

[1]) Sie lehnt sich im wesentlichen an Mitchell an. (Mitchell, Business Cycles, 1927, S. 50 ff.).

hinter der Erzeugung von Verbrauchsgütern zurückbleibe, bald ihr voraneile. Ferner alle Unterkonsumtions- und Überproduktionstheorien (Aftalion, Bouniatan usw.).

c) Mangel an Gleichgewicht zwischen den Vorgängen des Verbrauchs, des Sparens und der Kapitalinvestition in Erzeugungsmitteln. Einerseits gehört in diese Gruppe Cassels Theorie, daß die Knappheit an Geldkapital die Krise hervorbringt; andererseits auch „spezielle" Überproduktionstheorien (im Gegensatz zu denjenigen Überproduktions- oder Unterkonsumtionstheorien, die eine allgemeine Überproduktion oder einen Unterkonsum voraussetzen), wie etwa die Spiethoffsche Begründung der Krisen durch Übererzeugung an Kapitalgütern bei gleichzeitiger zu geringer Ausnutzung zur Erzeugung von Verbrauchsgütern.

d) Monetäre Vorgänge; etwa die von Hawtrey vertretene Ansicht, daß die Banken zu Zeiten der Geldflüssigkeit durch Herabsetzung der Diskontrate die Geschäftswelt zur Aufnahme größerer Anleihen und dadurch zur Expansion ihrer Tätigkeit anreizen und beim Schwinden der Reserven durch Diskonterhöhungen und Kreditrestriktion die Krise herbeiführen.

59. Wie wir oben gesehen haben, ist die Prognose des Anfanges eines Kreislaufs nie, die Prognose seines Wendepunktes zur Depression (der Krise) nur in großen Zügen möglich. Die letztgenannte Schwierigkeit ergibt sich vor allem aus der Unübersehbarkeit der vielen Ursachen, die dem Kreislauf die individuelle Gestalt seines Ablaufes geben. Aus diesem Grunde auch wird die Prognose um so schwieriger sein, auf je weniger Indizien man sie zu stützen versucht. Je „indirekter" (nach Kondratieffs Terminologie) eine Prognose ist, d. h. je mehr verschiedene Indizes der verschiedensten Wirtschaftserscheinungen und Wirtschaftsfaktoren herangezogen und in ihrer kausalen Verknüpfung betrachtet werden, desto eher wird der wirkliche Verlauf des Wirtschaftslebens in einem bestimmten Zeitabschnitt an einem bestimmten Orte mit dem theoretisch voraus errechenbaren übereinstimmen. Deshalb ist das Bundesreserveamt dem Beispiel des Harvardinstituts in der Konstruktion seines Konjunkturbarometers nicht gefolgt, sondern hat eine möglichst große Zahl von Indizes der verschiedenen Stufen zwischen Erzeugung und Verbrauch und anderer für den Konjunkturverlauf wichtiger Tatsachen herangezogen. Auch unter dem Gesichtspunkt der Konjunkturpolitik ist es zweckmäßiger, die Methode des Bundesreserveamts zu verfolgen. Das Harvardbarometer spiegelte zwar unmißdeutbar einen Aufschwung in den Jahren 1922 und Anfang 1923. Für den Konjunkturpolitiker aber kann die Tatsache des Aufschwungs allein noch kein Anlaß zu einem Eingriff sein;[1]) vielmehr ist es für ihn durchaus und unumgänglich notwendig zu wissen, wann in diesem Aufschwung gefährliche Disproportionalitäten sich zeigen und wo sie sich zeigen. Denn danach wird sich die Wahl seiner Mittel und des Angriffspunktes zu richten haben. Im Frühjahr 1923 bremste man die Erzeugung, die über die Verbrauchsmöglichkeiten hinausging; in Deutschland will man 1926 die Erzeugung vergrößern und verbilligen. Dem einen und dem anderen Vorgehen liegt das gleiche Ziel zugrunde: man will verhindern, daß die günstige Konjunktur sich totlaufe.

[1]) S. a. Müller, Ökonomische Theorie der Konjunkturpolitik, Anpassungsmethode!

3. Konjunkturprognose „ceteris paribus".

60. Mit den Ausführungen des letzten Abschnittes ist erklärt, weshalb das Harvard-Barometer dem Barometer des Bundesreserveamts gegenüber inbezug auf die Zuverlässigkeit der Prognose im Nachteil sein muß. Damit ist aber der Grund für das völlige Versagen des Harvardbarometers im Frühjahr 1923 und für das langsame Fallenlassen des offiziellen Prognosegedankens im Laufe des Jahres 1925 und 1926 noch nicht gegeben. Denn nach unseren bisherigen Betrachtungen besteht ja nur ein gradueller Unterschied in der Sicherheit, mit denen die beiden Systeme arbeiten können. (Dieser Unterschied ist freilich darin sehr tief begründet, daß die Harvard-Schule an eine typische Entwicklung glaubte, deren regelmäßige Wiederholung die Prognose auf mechanischem Wege möglich und logisch berechtigt machen könnte, während zur Anwendung des Barometers des Bundesreserveamtes nötig ist, daß der jeweilige Stand der Dinge stets von neuem analysiert werde, sodaß die jeweiligen Entwicklungstendenzen in ihrer Individualität erfaßt würden). Der tiefere Grund, weshalb das Harvardbarometer seit dem Frühjahr 1923 der Prognose nicht mehr unmittelbar dienen kann, liegt darin, daß die Wirtschaft, auf deren Erfahrungsmaterial das Harvardbarometer begründet ist, nicht identisch ist mit der Wirtschaft, auf die es angewandt werden soll. Nicht die Zusammendrängung der Vielfältigkeit des Wirtschaftslebens auf drei Kurven an sich und allein ist es, die die Prognose unmöglich macht — wenn auch darin eine Einengung der Übersicht über die Wirtschaftserscheinungen liegt.[1]) Auch der Mangel an kausaler Begründung in der Prognose, der Ersatz der Ursachenforschung durch die Korrelationsrechnung, die nur Gleichheiten feststellt, ohne deren Gründe zu betrachten, brauchte praktisch die Prognosemöglichkeit nicht zu stören. Vielmehr ist es die Einwirkung des Menschen selbst auf die wirtschaftlichen Geschehnisse, die die Bedingungen, unter denen die Prognose gestellt werden konnte, zerstört hat. Die Aktion des Bundesreserveamts im Frühjahr 1923 und die Verfolgung der konjunkturausgleichenden Marktpolitik in den folgenden Jahren hat dem gewohnten Konjunkturablauf gegenüber als „freier Wille" gewirkt, der die überlieferte Institution des kreisläufigen Ablaufs der Wirtschaftsentwicklung zerbrochen hat. Die folgenden Ausführungen werden diese Ansicht deutlicher machen.

61. In der oben gegebenen Schilderung des dem Harvard Index zugrunde liegenden Konjunkturkreislaufs spielen die Erzeugungsverhältnisse nur eine ganz geringe Rolle. In dem der Prognose dienenden Indexziffernsystem fehlt jede unmittelbare Erzeugungsstatistik. Die Kurven geben nur Bewegungen des Geldes an. Die Vorgänge der Wirtschaft werden unter Ausschaltung der Erzeugungs-Sphäre abstrakt durch Bewegungsformen des allgemeinen Tauschmittels ausgedrückt, das ja der kapitalistischen Wirtschaftsform allein Sinn, Möglichkeit und Bestand gibt. Die Prognose ergibt sich aus der Beobachtung von Wertverschiebungen (Warenpreise und Effektenkurse), Dispositions- und Mengenverschiebungen (Scheckumsätze, in denen die Elemente Menge und Umlaufgeschwindigkeit enthalten sind), und schließlich Wertverschiebungen der Kapitaldisposition (Diskontsätze). Diese werden in bereits geschilderter Weise formelhaft in Beziehung zueinander gesetzt. In diesen Beziehungen aber ist das Grundverhältnis der tauschenden Volkswirtschaft, das Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Waren, als Gegenstand der Beobachtung und Erforschung ganz verlorengegangen: es ist

[1]) Der Verfasser — und der Leser — weiß, daß die Prognosen nicht allein auf das Barometer begründet waren.

durch mechanische Korrelationen der Geldbeziehungen ersetzt.[1]) Die Zusammendrängung alles wirtschaftlichen Geschehens in Bewegungsformen des Geldes ist vom artistischen Standpunkte aus sehr reizvoll, und es ist wohl zu verstehen, wenn Versuche, ein deutsches Konjunkturbarometer zu schaffen, das Harvardsche Barometer in seiner verblüffenden Einfachheit zum Vorbild nahmen, weil, wie Brasch sich ausdrückt, „in ein Minimum von Kurven alle Faktoren logisch hineingearbeitet" seien.[2]) Doch eben diese Zuspitzung auf die Bewegungen des Mediums der Wirtschaft, das in letzter Analyse nur den Erfolg komplizierter Grundvorgänge spiegelt, und die Vernachlässigung eben der Grundvorgänge des Wirtschaftslebens selbst — von den statistisch nicht erfaßbaren, allenfalls nachträglich aus der Statistik ableitbaren psychischen Vorgängen ganz abgesehen! — bedeuten insofern eine Gefahr für das Gelingen der Prognose, als dadurch der Umfang der Prognose auf die Handelsbeziehungen beschränkt ist und das Funktionieren des Systems ganz und gar von einer bestimmten Verfassung des Geldwesens abhängig gemacht ist.[3]) Diese Verfassung, nämlich Freiheit des Geldes, durfte man in einem Staate mit kapitalistischer Wirtschaftsorganisation voraussetzen; der Staat hatte nur die Bürgschaft für den Stoff und die Form des Geldes übernommen, während er auf den Wert des Geldes oder richtiger: auf die Bewegungen des Geldwertes[4]) im allgemeinen keinen Einfluß übte. (Auch die Staatsbank, die gelegentlich durch ihre Diskontpolitik den Geldwert beeinflußte, tat dies nicht im Hinblick auf das Preisniveau im Inlande, sondern in der privatwirtschaftlichen Sorge für ihre Goldreserven — freilich im Bewußtsein der volkswirtschaftlichen Bedeutung ihrer Handlungen.) Eine Regulierung der Kaufkraft des Geldes aber, sei es durch den Staat selbst, sei es durch die ihm wirtschaftlich oder ideell verbundene Zentralbank, bedeutet die Aufhebung der Freiheit des Geldes. Die Schwankungen seiner Kaufkraft spiegelten die Schwankungen im Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Geld und nach Gütern wieder; die regulierte Kaufkraft kann diese Schwankungen verstecken. Die Bewegungen des Geldes mit manipulierter Kaufkraft müssen nicht mehr, können nicht mehr die Wirtschaftsvorgänge exakt ausdrücken. Indem das Bundesreservesystem im Frühjahr 1923 nicht eine Diskonterhöhung durch die weitere Entwicklung des Aufschwunges in ein kritisches Stadium erzwingen ließ, sondern bewußt eingriff, bevor noch diese Phase erreicht war, und indem es sich in der Folgezeit bemühte, den erzwungenen Abstieg so milde wie möglich zu gestalten, griff es in die überlieferte Freiheit des Geldwesens ein. Mit diesem Eingriff in die Wirtschaftsbewegungen änderte es die Grundlagen der Wirtschaftsverfassung: die Wirtschaft selbst ist nicht mehr frei. Hier liegt der tiefere Grund, weshalb die „Indexkurve der allgemeinen Geschäftslage" nicht mehr den Ideal-Typus der früheren Jahre wiederholte. Die Prognose für das Jahr 1923 mußte notwendig scheitern: denn sie war auf den Voraussetzungen der Freiheit der Wirtschaft und der Währung aufgebaut. Nach der Änderung dieser Voraussetzungen mußten die Prognosen so lange unsicher sein, wie man noch versuchte, die Wirtschaftsvorgänge aus den Geldbewegungen zu erkennen; denn die Geldbewegungen hatten nicht mehr den Sinn, der ihnen unterlegt worden war.[5]) Erst als die tatsächlichen Vorgänge der Wirtschaft erkannt und der Prognose zugrunde gelegt wurden, also von dem Augenblick an, da das Harvard-

---

[1]) Durch dieses Vorwiegen der Geldbeziehungen in der Konstruktion des Indexkurvensystems ist es gekommen, daß das Bild, das das Harvardbarometer in den Jahren 1926 und 1927 vom Konjunkturverlauf gab, so sehr von der Wirklichkeit abwich. Die B-Kurve ließ auf einen Rückgang der Konjunktur schließen, während tatsächlich der Warenabsatz stieg. Wäre von Beginn an eine Scheidung zwischen Preisindices und Mengenindices vorgenommen worden (die man erst später mit den oben erwähnten Hilfskurven vornahm), so wäre die Erkenntnis schon früher durchgedrungen, daß Mengenkonjunkturen und Preiskonjunkturen zu unterscheiden sind. Unter den gegebenen Umständen aber kam man zu solchen Erklärungen, daß ein konjunktureller Abstieg vorliege, mit dem ein struktureller Aufstieg verbunden sei. Nach der oben auseinandergesetzten Meinung, daß jeder Konjunkturanstieg Zeichen und Folge eines Strukturwechsels ist, bietet diese Erklärung keine Lösung des Problems. Vielmehr liegt die Sache so, daß eben infolge der Rationalisierung und anderer Umstände die Preise sinken konnten und gleichzeitig der Absatz steigen konnte. Man hat sich viel zu sehr daran gewöhnt, Preissteigungen nicht nur als ein (nicht notwendiges) Symptom eines Konjunkturaufschwunges anzusehen, sondern die beiden Erscheinungen als identisch zu behandeln. Gleichbedeutend werden sie aber regelmäßig nur dort sein, wo eine Industrie unter den Bedingungen steigender Kosten arbeitet, also vorwiegend in der mineralischen Urproduktion. In der Weiterverarbeitung kann der erhöhte Rohstoffpreis dann durch die Vorteile größeren Produktionsumfangs der einzelnen Unternehmung ausgeglichen oder, wie der Fall Ford am klarsten zeigt, sogar überkompensiert werden. — [2]) Technik und Wirtschaft 1924 S. 104 ff. Siehe auch Magazin und Wirtschaft, 1. Jahrgang Heft 1. Das Institut für Konjunkturforschung hat mit gutem Grund trotz aller Anlehnung an die Methoden des Harvardinstituts seine Beobachtungsbasis viel breiter ausgestaltet. — [3]) Dies findet sich auch bei Adams, a. a. O. S. 249 bis 250 angedeutet. „The Harvard Committee on Economic Research has done valuable work, but their theory of forecasting is based largely on the concept of an unregulated or uncontrolled business system." — [4]) Het Cambridge-Programma (systematische prijzenpolitiek door en centrale instantie met behulp van bankpolitieke middelen) beduidt een in beginsel onbegrensde reguleering van het geheele economische leven eener volksgemeenschap . . . (Koopmans, Der Zin der Bankpolitiek. De Economist, 1925 S. 799). Deutlicher als mit diesen kurzen Worten läßt sich der Unterschied zwischen der amerikanischen Wirtschaft vor dem Frühjahr 1923 und nach dem konjunkturpolitischen Eingriff gar nicht klar machen. Nur eine Streitfrage kann dabei auftauchen: Ist Preisstabilisierung möglich und ein zum Konjunkturausgleich geeignetes Mittel?

Nach unserer Meinung ist eine Preisstabilisierung (Stabilisierung des Preisniveaus oder auch nur der wichtigsten Einzelpreise) nicht möglich: die Vorgänge, die den Konjunkturzyklus auslösen, nämlich der Wechsel in den Ernteerträgen, die Einführung neuer technischer Verfahren und (— besonders bezüglich der Branchenkonjunkturen —) der Wechsel in den Bedürfnissen der Menschen, erzwingen Preisverschiebungen. (Daher die regelmäßige Gleichsetzung der Begriffe Konjunktur und Preisbewegung!) Diese Vorgänge müssen sich auch gegen irgendwelche Preisfestsetzungen durchsetzen. (Siehe die Erfahrungen der Kriegswirtschaft! Hier wirkte Warenknappheit und freilich Inflation!) Technischer Fortschritt muß auf lange Sicht preissenkend wirken. Aber es ist, wie das amerikanische Beispiel zeigt, eine Nivellierung der Konjunkturschwankungen möglich, die eine gewisse Stabilität des Preisniveaus zwar nicht notwendig ergibt, aber ergeben kann. (Wie weit dieser Konjunkturausgleich einer tiefgreifenden Strukturänderung gegenüber zu halten wäre, müßte sich noch zeigen!) Nun gibt, solange Erzeugung und Verbrauch sich der unmittelbaren Regelung entziehen, nur die Geldseite der Wirtschaft Angriffspunkte für eine großzügige staatliche Konjunkturpolitik. Ihre Mittel — insbesondere Diskontpolitik und Geldmarktherrschaft — wirken, wie gesagt, nicht unmittelbar auf Preisstabilisierung hin; ihr Ziel ist nicht Preisstabilisierung, sondern Wirtschaftsstabilisierung (stabilization of business). So wird sich aus Mitteln und Ziel eine systematische Preispolitik ergeben können, die auf Anpassung des Preisniveaus nicht an die augenblickliche Lage der Wirtschaft, sondern an diejenigen Entwicklungsmöglichkeiten gerichtet ist, die zum Konjunkturausgleich beitragen können. In diesem Sinne: Anpassung, nicht Stabilisation, ist das Wort „Geldwertregulierung" im Text als verkürzter Ausdruck für „Konjunkturpolitik mit monetären Mitteln" gebraucht.

[5]) Aus einem Symptom ist ein zweckmäßig benutztes Mittel geworden.

Institut die Politik des Bundesreserveamts berücksichtigte, war eine Prognose wieder mit der Hoffnung auf Richtigkeit zu stellen. Für das Prognose-System des Harvard-Wirtschaftsdienstes bedeutete dies die Aufgabe des Grundsatzes des Analogieschlusses — und die Aufnahme der Bedingung, daß das Bundesreserveamt bei seiner Politik bleiben könne und würde.[1])

62. Im Gegensatz zu der mechanischen Lösung des Prognoseproblems und zu der Beschränkung auf die Geldbewegungen, die das Wesen des Harvard-Barometers ausmachen, ist das Barometer des Reserveamts auf die Beobachtung und Erfassung möglichst des gesamten Wirtschaftslebens abgestellt. Die Auswertung dieser Beobachtungen kann nicht nach mechanischen festen Regeln geschehen. Sie ist nur möglich, indem die Masse der Beobachtungen, der Stand der verschiedenen Wirtschaftsgebiete und ihre Bewegungen, mittels der Grundgesetze der Wirtschaft analysiert werden. Die Notwendigkeit einer so tief gehenden Analyse führt dazu, daß die Grundtatsache und die Grundbewegung der Volkswirtschaft, der Tausch, das Spiel von Angebot und Nachfrage, von Erzeugung, Verteilung und Konsum, in den Mittelpunkt der Analyse gerückt wird. Im Indexziffernsystem des Bundesreserveamts ist das Bestreben unverkennbar, ebendieses Verhältnis von Erzeugung und Konsum möglichst eingehend zu erfassen. Dementsprechend tritt das einzige bankmäßige Zeichen, das die Konjunkturgestaltung mechanisch ausdrückte, nämlich das Deckungsverhältnis, an Bedeutung ganz zurück. Die Geldbewegungen werden von dem Gesichtspunkte aus betrachtet, ob sich in ihnen eine unproduktive Verwendung von Kapitalien bemerkbar macht; sie sind nicht Grundlage, sondern allenfalls Hilfsmittel der Konjunkturbetrachtung. Die Gestaltung der Preise kann infolge der Ausgestaltung des Indexziffernsystems nach der Warenseite hin und der theoretischen Ansicht des Amtes entsprechend vernachlässigt werden.

„Jede Frage, die wir zu Ende denken, führt ins Überirdische.“[1]) Hinter den Fragen, die in dieser Arbeit behandelt, und den Tatsachen, die in ihr analysiert worden sind, steckt das breitere Problem: der Übergang von einer fast ungebundenen Wirtschaftsverfassung zu einer bewußt zum Nutzen der Allgemeinheit geleiteten Wirtschaftsform, und der Wandel der wirtschaftspsychologischen Einstellung. Es liegt darin der Übergang von der Auffassung einer „Volkswirtschaft“ als einer Zusammenschau von Einzelbeziehungen von Einzelwirtschaften zu einer anderen Auffassung, die der Gesamtheit, dem Staat, Führung und die Verantwortlichkeit dafür zuschiebt, daß die noch ungebundene Initiative des noch nur seinem Unternehmen verantwortlichen Unternehmers, des Leiters der Einzelwirtschaft, zugunsten der Gesamtheit korrigiert wird. Die weitere Untersuchung dieser Fragen ist Sache der Kulturphilosophie. Für das uns unmittelbar und zeitgemäß interessierende Problem der Konjunkturprognose scheint sich aus diesem Übergang zu einer neuen Wirtschaftsverfassung zu ergeben, daß der Versuch einer allgemeinen Prognose mangels allgemeiner Konjunkturschwankungen einmal sinnlos geworden sein wird.

[1]) Damit aber war die Möglichkeit der Prognose in dem Sinn, der sich aus den Ausführungen der Abschnitte 49 ff ergibt, geschwunden.

[1]) Rathenau, Zur Mechanik des Geistes. Seite 11.

Literaturverzeichnis.

Adams, Arthur B., Economics of Business Cycles. New York 1925.

Aftalion, Albert, Les Crises périodiques de Surproduction. Paris 1913.

Altschul, Eugen, Konjunkturaufschwung bei sinkenden Preisen. Mag. d. Wirtschaft. 17. II. 27.

Angell, James W., Monetary Theory and Monetary Policy. Quart. Journ. of Econ. 1925. S. 267 ff.

Barker, J. E., Americas Secret. London 1927.

Beckhardt, Benj. H., The Discount Policy of the Federal Reserve System. New York 1924.

Bellerby, J. R., The monetary Policy of the Future. Amer. Econ-Review. 1925. S. 60 ff.

Bellerby, J. R., The controlling factor in trade cycles. Econ. Journ. London Vol. XXXIII. (1923).

Bonn, M. J., Geld und Geist. Berlin 1927.

Bouniatan, Mentor, Les crises économiques. Paris 1922.

Bullock, Persons & Crum, The construction and interpretation of the Harvard Index of Business Conditions. Review of Ec. Stat. 1927. S. 74 ff.

Cassel, Gustav, Theoretische Sozialökonomie. 2. Aufl. 1918.

Chandler, H. A. E., Power of the Reserve Banks to Control Credit. Commerce Monthly. VII. 10. S. 3 ff. (1926).

Clark, J. M., Studies on the Economics of Overhead Costs. Chicago, Ill., 1923.

Commons, John R., The Stabilization of prices and business. Am. Ec. Rev. 1925. S. 43 ff.

Crum, W. L., The Interpretation of the Index of General Business Conditions. Rev, Econ. Stat. 1925. S. 217 ff.

Dietzel, Heinrich, Art.: Ernten. Hwb. d. Staatsw. 3. Aufl.

Edie, L. D., Some positive contributions of the institutional concept. Quart. Journ. of Econ. 1927. S. 405 ff.

Esslen, Joseph, Konjunktur und Geldmarkt 1902—1908. Stuttgart u. Berlin 1909.

Goldenweiser, E. A., Federal Reserve System in Operation. New York 1925.

Gregory, F. E., What can Central banks really do? Am. Econ. Review. 1925. S. 53 ff.

Gutfeld, Alexander, Grundformen der Konjunkturtheorien. Technik u. Wirtschaft. 1925. S. 342 ff.

Hahn, L. A., Die konjunkturlose Wirtschaft. Wirtschaftsdienst 1925. S. 585 ff.

Hawtrey, J. G., The monetary Theory of the trade cycle and its statistical test. Quart. Journ. of Economics. 1927. S. 471 ff.

Hawtrey R. G.: The trade cycle. De Economist, März 1926. S. 169 ff.

Hayeck, F. A., Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise von 1920. Zeitschr. f. Volksw. u. Soz. pol. V. Bd. Wien 1925.

Herkner, Heinr., Art. „Krisen“. Hwb. d. Staatsw. 3. Aufl. Bd. VI. S. 253 ff.

Karsten, Karl G., The Harvard Business Index, a New Interpretation. Journ. Am. Stat. Ass. 1926. S. 399 ff. (Darstellung im IV. Vierteljahrsheft zur Konjunkturforschung 1926 S. 7 ff.)

Keynes, J. M., A Tract on Monetary Reform. London 1923.

Kokotkiewicz, G., Akzeptkredit und Konjunktur. Berlin 1925.

Kondratieff, N. D., Das Problem der Prognose, insonderheit der sozialwirtschaftlichen. Annalen der Betriebswirtschaft. 1927. Heft 1 u. 2.

Koopmans, J. G., De Zin der Bankpolitiek. De Economist. 1925. S. 798 ff.

Langelütke, H., Zur Frage der konjunkturlosen Wirtschaft. Wirtschaftsdienst 1925. S. 1236 ff.

Lederer, E., Konjunktur und Krisen. Grundriß der Sozialök. Bd. IV. Teil I S. 354 ff. 1925.

Löwe, Adolf: Der gegenwärtige Stand der Konjunkturforschung in Deutschland. Brentano Festgabe 1925. Bd. II. S. 329 ff.

Löwe, Adolf: Wie ist Konjunkturtheorie überhaupt möglich? Weltv. Archiv 1926. Bd. 24. S. 165 ff.

Lufft, H., Die gestaltenden Kräfte in der amerikanischen Wirtschaftsentwicklung. Weltw. Archiv 1925. S. 331 ff.

Luxemburg, Rosa, Die Akkumulation des Kapitals. Berlin 1913.

Marschak, J., Die rebellische Konjunkturkurve. Mag. d. Wirtschaft. 3. Jahrg. Nr. 11. S. 390 ff.

Mitchell, W. C., Business Cycles. 1913.

Mitchell, W. C., Business Cycles. 1927.

Mitchell, Th. W., Competitive Illusions as cause of Business Cycles Quartal. Journ. of Econ. 1924. S. 631 ff.

Mombert, Paul, Einführung in das Studium der Konjunktur. Leipzig 1921.

Moore, H. L., The Origin of the eight-year generating Cycle. Quart. Journ. of Econ. 1921. S. 1 ff.

Mühlenfels, A. v., Spezielle und allgemeine Konjunktur. Jahrb. f. Nat.-Ök. u. Statistik. 1924. S. 606 ff.

Müller, Alfred, Ökonomische Theorie der Konjunkturpolitik. Leipzig 1926.

Persons, W. M., Indices of General Business Conditions. Cambridge; Mass., U. S. A. 1919.

Pigou, A. C., The Economics of Welfare. London 1921.

Pigou, A. C., Industrial fluctuations. London 1927.

Röpke, W., Die Konjunktur. Jena 1922.

Röpke. W., Konjunkturkunde und Konjunkturpolitik. Bankwissenschaft 1925.

Sombart, W., Versuch einer Systematik der Wirtschaftskrisen. Archiv f. Sozialwiss. u. Sozialpol. Bd. 19. S. 1 ff. 1904.

Spiethoff. A., Art. Krisen. Hwb. d. Staatsw. 4. Aufl. Bd. 6. S. 8 ff. 1925.

Stucken, Rudolf, Theorie der Konjunkturschwankungen. Jena 1926.

Schumpeter, J., Die Wellenbewegung des Wirtschaftslebens. Archiv f. Sozialwiss. u. Sozialpol. Bd. 39. S. 1 ff. 1914.

Schumpeter, J., Kreditkontrolle. Archiv f. Sozialwiss. u. Sozialpol. Bd. 54. S. 289 ff. 1925.

Snow, E. C., Some observations on Trade forecasting and prices. Journ. Royal Stat. Society 1926. S. 635 ff.

Snow, E. C., Trade forecasting and Prices. Journ. Royal Stat. Soc. 1927. S. 332 ff.

Thompson, C. B., Impressions of Current American Economic Life. Annalen der Betriebswirtschaft. 1927. S. 311 ff.

Tschuprow, Al. A., Business forecasting. Nordisk Stat. Tidskrift. 1925. S. 426 ff.

Vanderblue, H. B., Problems in Business Economics. Chicago u. New York 1924.

Wallace, Williams, Business forecasting and its practical application. Pitman London 1927.

Willis, H. P., The 10. Report of the Federal Reserve Board. Journ. Am. Stat. Ass. 1924. S. 417 ff.

Willis, H. P., The Federal Reserve System.

Wolf, Julius, Nationalökonomie als exakte Wissenschaft. Leipzig 1906.

Working, Holbrook, Prices and the quantity of circulating medium. 1890—1921. Quart. Journ. of Econ. 1923. S. 228 ff.

Zelle, Arnold, Steigerung des Arbeitseinkommens und Wirtschaftsaufschwung. Wirtschaftsdienst. 1925. S. 1357 ff.

Commerce Yearbook. Ed. by the U. S. Department of Commerce. 1923.

Survey of current business. Herausgegeben v. U. S. Department of Commerce. Washington.

Commerce Monthly. Herausgeg. v. d. National Bank of Commerce. New York. 1922, 1923, 1924, 1925, 1926, 1927.

Federal Reserve Bulletin. Jahrg. 1920—1926.

The Bankers Magazine. New York. 1923, 1924, 1925.

Monthly Bank Letters. Herausgegeben v. d. National City Bank of New York. 1924, 1925, 1926.

Monthly Review. Midland Bank Ltd. London. 1923—1927.

Annual Reports of the Federal Reserve Board. 1920—1926. Washington, Government Printing Office.

Harvard Economic Service, Cambridge, Mass.

a) Weekly Letters. 1923—1926.
b) Review of Economic statistics. 1923—1926.
c) The Index of General Business Conditions. Its Interpretation.

The Problem of Business forecasting. Ed by W. M. Persons. Boston u. New York 1924.

Les Baromêtres économiques. Bureau international du Travail. Genf 1924.

Die Kreditwirtschaft (Kölner Vorträge, Bd. I). Leipzig 1927.
(Schumpeter, Die goldene Bremse an der Kreditmaschine;
Diehl, Über neuere Kredittheorien im Lichte der Lehre von Mac Leod;
Müller, A., Formen der Kreditexpansion und der Kreditpolitik).

Is Unemployment inevitable. London 1924.

Business Cycles and Unemployment. New York 1923.

The Stabilization of Business. Ed. by L. D. Edie. New York 1923.

Lebenslauf.

Ich Alexander Gutfeld wurde am 17. April 1898 zu Berlin als Sohn des Kaufmanns Max Gutfeld und seiner Ehefrau Rose geb. Schwersenz geboren. Vom Jahre 1904 ab besuchte ich das Mommsen-Gymnasium zu Charlottenburg, das ich Ostern 1914 mit dem Reifezeugnis für Obersekunda verließ. Bis zu meiner Einberufung zum Heeresdienst im Juli 1917 war ich im kaufmännischen Beruf tätig. Infolge einer Verwundung in den Kämpfen um die Siegfriedstellung verlor ich ein Bein und einen Arm und wurde infolgedessen im Jahre 1918 aus dem Heeresdienste entlassen. Die schwere Verstümmelung machte eine erweiterte Ausbildung nötig. Deshalb holte ich die Reifeprüfung in einem Kriegsteilnehmer-Kursus am Friedrich-Wilhelms-Gymnasium in Berlin nach und studierte seit 1919 in Berlin und Halle Rechts- und Staatswissenschaften. Die Inflationsverhältnisse erzwangen im Herbst 1921 eine Unterbrechung meines Studiums, das ich erst im Wintersemester 1923/24 wieder aufnehmen konnte. Ich wandte mich nunmehr hauptsächlich der Wirtschaftswissenschaft, insbesondere der Lehre von der Konjunktur zu. Die Grundlage zu vorliegender Dissertation bilden Arbeiten, die ich in den Seminaren den Herren Professoren Geheimrat Herkner und Meerwarth anfertigte.

Buchdruckerei W. Koebke, Berlin S., Alexandrinenstraße 99.